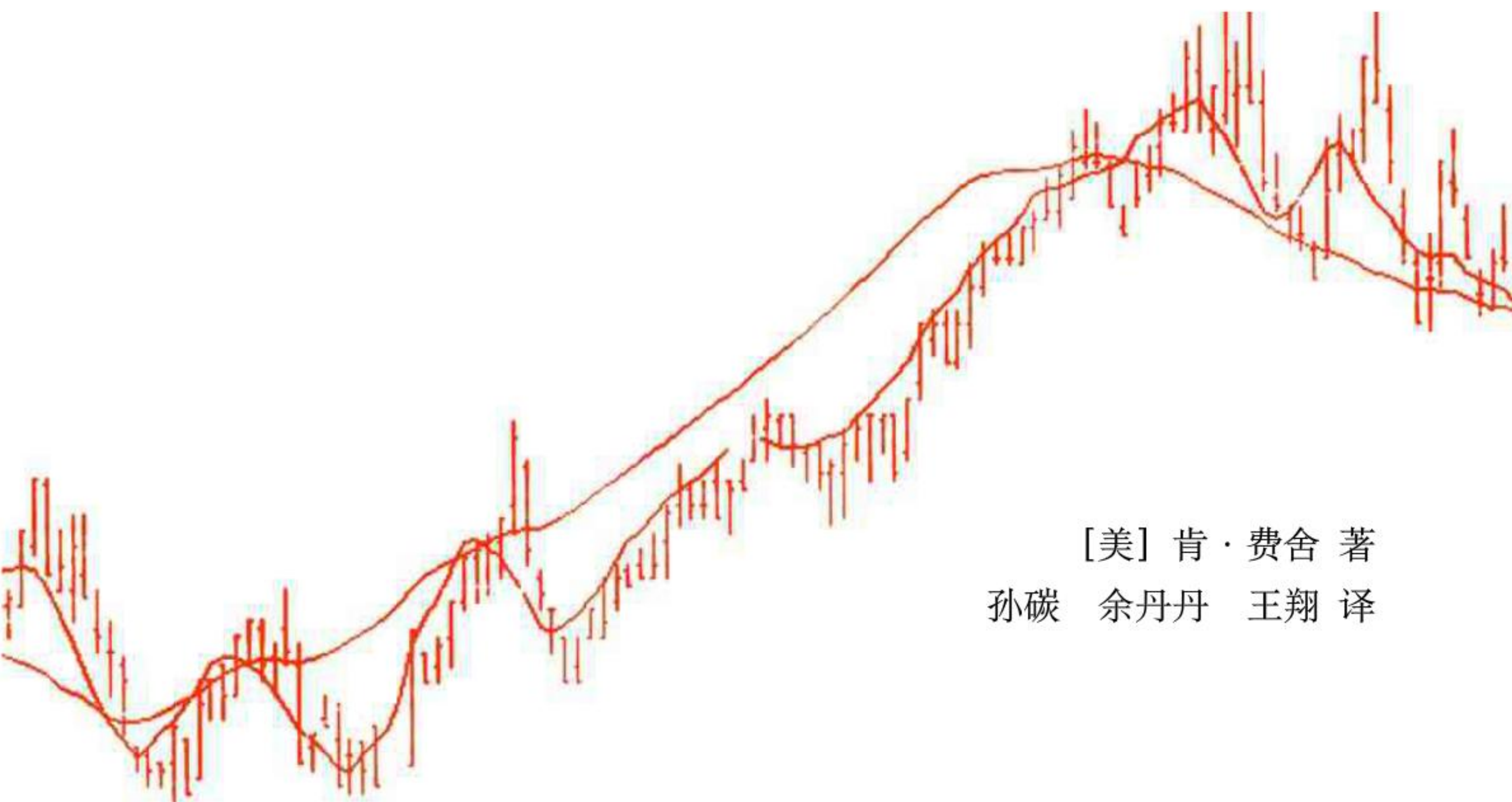
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资

就问三个问题



[美] 肯·费舍 著
孙碳 余丹丹 王翔 译

中国书店
黑龙江科学技术出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言 FOREWORD

肯·费舍凭借着简单的理念创造了这样一个奇迹：冒最低的风险赚最多的钱。这是所有股民所渴望的，其实也是我们每个人渴望的。毫不夸张地说，肯是最杰出的投资专家之一。我的经纪人听到我这么说一定会杀了我，因为我和肯是竞争对手，我怎么能赞美他的作品呢？肯是我的好朋友，但是这跟你也没什么关系。那么什么跟你有关系呢？那就是肯能让你赚钱。我相信，如果你想成为一个更好的投资者，那么今年看这本书是你最便捷也是最好的选择。我老实跟你说吧：现在我正把钱投资在受各种限制的慈善基金上，但是如果我能对自己的钱自由处理，我一定毫不犹豫地把钱交给费舍管理。我这么跟你说，是因为我希望大家都能赚到钱，而肯能为你指点迷津。

一坐下我就把整本书读完了，我从书中发现了一些有用的信息。在这本书里，肯把投资界流行的各种说法都“翻了天、覆了地”。肯仔细分析了每个神秘莫测、没有使用价值、傻乎乎的理论，很多专家自己都吃了这些理论的亏。而肯不仅驳斥了这些理论，并且指出了它们的症结所在，而更为成功之处的是：通过本书，他教你如何独立作出完美的投资决定。

我承认，当他宣布我一直确信不疑的两个理念完全错误时，我心里很不舒服。不过这是他的观点，他的目标，他的工作。正是因为这样，他才有能力让众多读者成为更优秀的投资者。

在我表明我想干什么之前，先让我告诉你我和肯在货币投资上最根本的分歧。我是搞炒股的，而且自认为是炒股高手。但是，肯却告诉我，这是傻瓜们玩的游戏。我马上企图分析数据、引用他自己的说法来反驳他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我不是冥顽不化的人，尤其是说到钱的时候，我知道解决问题的方法不只一种，我也知道肯的方法十分管用。除了我们不同的赚钱方式，以我在投资界数十年摸爬滚打的经验来看，我觉得读到这样一本严谨、智慧、综合实用的书，是我的荣幸。

无论你是股市老手还是刚入门的新手，无论你是职业投资者还是业余投资者，这本书都适合你。正如肯所说的：大多数专家（至少基于相互分享资金的人士），也可以用这本书赚到更多的钱。也就是说，我们没必要区分专业还是业余。他的观点就是，每个人都想赚更多的钱，每个人都想做市场的赢家；或者说，每个人都想获得那些他自己想得到的东西、打败竞争对手。每个人都是这么想的，但是我敢打赌，大多数人不知道如何才能达到目的。

可能你觉得股市的那些花样都在你的算计之中，那可能是因为过去几年你比较幸运。我坦白地说，你很可能正需要高人为你指点迷津。个人投资者在管理自己的资金时，每天都会犯着各种形式的错误。如果你想把钱使在刀刃上，你就应该抽空读一读这本书。我已与这个投资游戏打交道25年了，但是《股票投资就问三个问题》还是教会了我很多东西。可能我是电视节目中最不知谦虚、最喜欢自我抬高的人，但我劝你在接下来的几个小时中，不要听我说话了，听肯的吧。如果你是对我嗤之以鼻的人，那不用我来告诉你，你也知道该怎么做，肯有着与我完全不同的一个或者说是一套策略。尽管我与他在某些观点上发生过分歧，但是我仍想说，他是一个出色的人——不光人品好，作为一个投资家也十分出色。

说到这本书的基本内容，我说不上什么，因为这是肯的书，我是完全同意肯的观点的。成功的投资者如果想要继续保持成功，就必须知道如何不断创新。当你在股市占有一席之地，你要么是对的要么是错的，如果你是对的，那么你成功了并获得了钱；如果你错了，那就……这下明白了吧，在股市中也总是有成功者和失败者，当你成功的时候，总有人失败了。肯不是一开始就教你如何成为完美的人，因为不能没学会走路就先跑吧。当你读这本书的时候，你可能只是从感性直觉上来认识书中阐述的投资方法，事实上，这些方法与大多数人使用的投资方法是不同的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些投资方法是关于思维的方式，一旦你掌握了它们，就会获益匪浅。我了解肯的业绩，也看过他的《福布斯》专栏文章，他知道如果想赢利就必须作出正确的选择，他也知道如何作出正确的决定。现在他教你如何使用科学的方法来投资，使你成为一个富人，即使仅仅只能获得金钱上的富有。

运用肯的建议，你不必是个天才，甚至也不必要足够聪明。肯告诉你，如何利用他所说的“必要的三个问题”来知道你想知道的事情，他提供的方法是正确的，而且能写出来就更令人赞赏了。从另一个角度说，这本书是一个平衡器，专家式的思维方式和专业知识在这里不起作用，这让那些专家受了挫，因为业余投资者的水平有可能与专家一样了。相信我，我就是其中之一。我不知道谁该为这么多现代投资者的出现负责，但是我知道肯·费舍是赋予他们平等权利的人。或者不是完全的平等——有一些人总是能获得更平等的权利，要是你能了解肯多年来积累的智慧，那么你也就归入了这类获得了更平等的权利的人。不要把我的话记得太牢，我们看待问题应该客观点，不可能人人都像如今的肯一样，成为《福布斯》财富排行榜上排名第297位的人，除非你对自己的决策信心十足，除非你洞悉了那些不为他人所知的秘密。

当你开始寻觅投资书籍时，仿佛钻进了一个无底洞。无论金钱的诱惑多么大，把这方面的书都阅读下来是很困难的。它们的内容常常枯燥乏味，它们的催眠效果超过在你失眠时服用的两片安眠药。忘记那些内容平平、观念错误的投资类书籍吧，有些书即使观念正确，也因为文风单调呆板而无法达到良好的传播知识的效果。肯完全了解这点，在写书方面他远比我有经验。在你想教别人一些东西的时候，首先要吸引别人的注意力。我又离题了，有时我被责备离题太远，因为我是一个偏激的人。

即使你是毫不关心股市的人，即使你的账户中没有一分钱，又或者你拥有亿万资产但是对钱毫不在意，你仍会想要阅读这本书。因为该书轻松愉悦的文风使它成为一本充满魅力、可读性很强的书。当然，它涉及的知识十分广博，有大量的图表，还参考了学术论文，读来费力，但这正是这本书的特点。投资，一直都没有成为一门专门的学科，而肯努力把它引向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学方向。不要被图表、数据吓坏了，肯知道如何提炼这些信息使你易于接受。他把所有繁冗、不可能的事情转化成了简单易行的事情。肯是这方面的大师。

《股票投资就问三个问题》是一本出色的书。它深刻揭露了投资界的真实面目，尽管很多投资专家都知道股市千变万化，不过这本书不是教你如何便捷地选择股票，也不是专门教你如何辨别热门股，这本书的内容跟时下流行的当日交易无关，跟“魅力”股也无关。如果我作为一个资金管理人或者从通过媒体给客户提供建议的过程中学到一些东西，那是我的个人魅力起的作用；对你来说，到底什么才是起作用的因素么？必须像肯一样认真地处理数据，做一些基础统计，然后才能发现自己的优势所在。

你可以去阅读一下肯的《福布斯》专栏文章，查看一下他的个人档案，核对一下他所经营公司的净资产——300亿美元——这个使我震惊的数据。肯总是在嘲笑我，说只有我这种石器时代的脑袋才去玩股票。他坚定地使用一套屡试不爽的方法，在股票市场上立于不败之地。你还想要得到什么呢？读这本书的人都是想赚钱的。也许你想成为一个潇洒成功的当日交易者，那么你错了，即使你拥有指数基金或者坐拥现金和红利，你想的还是赚钱、赚钱、赚钱。

我已经占用你太多的时间了，如果你不害怕自己长期以来形成的投资信仰受到攻击，如果你有勇气去适应并接受这本书所阐述的投资观点，如果你真的想赚很多钱并且希望冒最低的风险——如我所说的最佳赚钱方式，你会把这本书读下去的。

肯·费舍给每个人提供的信息都是平等的，即使你只相信他所说的1/2甚至是1/3，你在投资方面都会有所进步。假设你完全按他的建议行动，我觉得你可以在股市上立于不败之地了。就算你只听进去其中的一部分，你也能受益匪浅。

肯·费舍在数小时内就驳斥了我过去的那一整套投资策略并为我指点迷津。相信我吧，《股票投资就问三个问题》的确是本名副其实的书。

詹姆斯·吉姆·克蓝玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录 CONTENTS

绪论 …… 1

自我介绍 …… 1
门外汉和专家 …… 4
投资不是一门手艺活 …… 8
拉丁文教会我开始像科学家一样思考 …… 11
最需要的三个问题 …… 12

1 **第一章 问题一：我的观念中哪些是错误的？ …… 15**

辨别虚假的理论 …… 16
股市奇谈中的相关性 …… 23
学会从不同角度看问题 …… 35
实在错得离谱时 …… 42

2 **第二章 问题二：他人觉得深不可测的事情，我能了解多少？ 51**

洞察深不可测的秘密 …… 52
警惕大众新闻，巧妙避开潮流 …… 54
令人震惊的收益率曲线 …… 63

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率曲线能告诉我们什么？ …… 79
总统任期循环期 …… 87

3 第三章 问题三：大脑中究竟是什么在误导我？ …… 95
大脑进化的缺陷 …… 96
破解石器时代的密码——自豪感与受挫感 …… 101
最伟大的戏弄者最爱玩的游戏 …… 118
从山洞中出来吧！ …… 121

4 第四章 股市战略技术 …… 131
股市战略技术的完善与应用 …… 132
股市平稳即是好 …… 135
准确的股市预测 …… 140
以全球市场作为基准 …… 151

5 第五章 绝境逢生 …… 173
约翰·霍普金斯大学的故事 …… 174
石油与股票——市场核心 …… 180
应该在5月卖出吗？ …… 193

6 第六章 实际情况恰恰相反 …… 201
你错了，而且大错特错 …… 202
债务连锁效应 …… 209
经常项目赤字 …… 222
新的金本位标准 …… 230

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7 **第七章 震撼的真相** 243

供应与需求……事实就是这样 244

美元贬值，美元升值——究竟关系到什么？ 268

8 **第八章 最伟大的戏弄者和你迟钝的大脑** 285

可预测的股市 286

剖析股市泡沫 295

熊市的一些基本定则 306

不必担忧，股市未受影响 319

9 **第九章 优化投资组合，获取更多回报** 327

坚持你的策略，不被别人的意见左右 328

投资组合的四个定理 339

如何挑选上涨的股票 354

你到底出售了什么？ 363

10 **结束语 战胜股市的唯一途径就是创新** 369

附录一 费舍投资全球总回报率 377

附录二 《福布斯》报道卡片的 10 年历史 380

附录三 股票投资常用术语 382

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绪 论 PREFACE

自我介绍

只能告诉你那么少的制胜秘诀，我是谁？为什么要劳烦你来读这本书呢？为什么要听我的呢？

首先，尽管我对投资领域不是很痴迷，但是我在这个领域中从业的时间已达1/3个世纪，并且目睹了股市的大风大浪。可以说，我是在股市中长大的。我的父亲早在1932年就开始了他的股市生涯，而且颇有名气。我从他那里学到了很多股市知识，并继承了他的事业。我创立了一家净资产总值达300亿美元的资金管理公司，并亲自担任首席执行官。经过股市长期的考验，我的公司在各种投资方式上都能有效地认识股市、战胜股市。公司拥有众多客户群，包括1600多位拥有高额净资产的个人以及遍布美国、英国、加拿大的重要机构，例如一些重要的国家（美、英、加等国）公共养老基金会、人寿保险基金会。在《福布斯》杂志89年的历史中，我是第五个任期最长的专栏作家，因为我为《投资组合策略》专栏写了22年的文章。在英国的"为钱疯狂"电视专栏里，我工作了7年。我还出版过3本重要的投资类书籍，并且其中的文章在很多学术或专业刊物上发表过。数十年前，我创造的"市盈率"理论如今已成为美国大学中经济学系学生必修课程的一个组成部分。这听起来似乎是一个故意编织的浮华表象，我本无意于此，但我确实被列入了美国前400名独立创业者富豪榜上。我确实做了很多富有成效的实事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这本书中，我写的是自己在长期职业生涯中积累下来的经验，投资时我们必须使用的三个必要问题。在接下来的章节中，我将与你共同探讨这些问题，探讨如何将这些问题转化为内在的思维方式，以此作为基本投资原则。这就是本书的主要内容。

这么说也不完全正确，事实上只有一个真正关键的问题。只是我不知道怎么才能将这一个问题表达出来让大家在日常投资中便捷地运用，于是我把它分成三部分，目的是为了便于叙述。这就是本书书名的来历。

那么，这唯一的关键问题是什么呢？经济学理论很清楚地说明：市场投资唯一可靠的依据是当你了解某个领域的操作方式时，掌握别人不知道的信息。这是一个不公平却有效的优势，但是如果通过正确的方法获得这个优势，那么这完全是合法的、道德的，甚至是不过分的。这个根本问题的根本是：你能知道哪些别人不知道的信息？

大多数人只知道那些众所周知的信息，而且感觉不到自己有能力知道别人不知道的信息。仅仅说每个人肯定知道一些独有的信息，这一点也不新奇，在大学里上过基础投资课的人都知道，不过大多数人还是随手抛弃了这些老生常谈。

如果不去考虑“你能掌握哪些别人不知道的信息”这个问题，那么想要在投资上达到目的或者胜人一筹是不可能的。股市能有效地把普通信息的价值大打折扣，这个结论也没什么新意，在过去的数十年中，这个结论已经成为经济学理论的一个支柱，而且屡次被证实。如果你凭借他人都知道的信息作出投资决定，那么你一定失败，因为股市不会偏爱你一个人。如果你想看清股市的走向，想弄清某些经济部门是领先还是落后，想知道该卖哪支股票，仅仅凭借阅读报纸上的信息或者从与朋友及同龄人的闲谈中获得消息，那么偶尔的成功是你偶尔正确的选择或是运气好的结果，跟你实际能力无关。在现实中，更多的情况是你作出了错误的选择、不够幸运或者两者都被你碰上了，这还不如不参考那些消息。

我敢打赌你读了这些会不高兴，不过我已经对你说过，我不知道如何有效地来阐释这个大家都明白的道理。我所能做的只是演示一下怎样洞悉别人不知道的信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在带你进入这条让你能自我掌控、发展独特思维方式的道路前，先花一点时间来分析一个比较无聊的现象——只知道别人知道的信息。我保证你觉得这也是件很有趣的事。

股市总是把大众都知道的信息的价值大打折扣。人们一看到这样的信息，就以一致的想法预测股市走势，并且作出投资决定。总之，人们是在信息广泛传播之后才作出尽量快的反应。为了说明问题，把股市与政治选举来做个比较，政治选举不会把已知信息的价值打折。

大家知道，专业的民意测验人员往往先设置一个样本，用1000人作为样本容量，足以代表美国的投票者了，通过这个样本来预测整个国家选民的投票分布。这个技术迄今已经成熟并经受了时间的考验。你们一定对此习以为常了，大选前夜进行的民意测验结果显示，与选举结果一致的情况占测验总数的60%。这个方法的核心是用少量的参与者代表全体选民。

想象一下，假如某人用与上述相似的抽样调查为全世界的投资者做个统计，它可以包括各个种类的分布：机构与零售业，追捧乐队的少女与魅力荡妇，小车迷与大车迷，国外与国内，高的和矮的……假定一个测验者做了个样本调查，得到一个一致的观点——股市下个月要涨了。会么？不会的，如果每个人都认为下个月股市上涨，那么有较大购买力的人在这之前就购买了股票，有可能还没到下个月股市就上涨了，只有傻瓜才在下个月购买股票。因此，真正到了下个月，就没有更大的购买力来拉动股市。这时，股市可能下跌，也可能持平，但就是不会上涨了。这个例子看上去过于简单，不过它充分说明了凡是我们能知道的信息早已被无形的股市大打折扣了，而且人们预料中的形势不可能真正出现。所以，尽管投资者都热衷于搜集信息，但是他们得到的信息是最一般的信息，已经被市场化了。

相反，正是众多的投资者推动了股市，很少有人能预测出股市接下来会发生什么。自从人们开始投资之后，一开始所期望的发展势态就开始发生变化。

换种说法：可能你比其他投资者聪明一点、智慧一点，或者专业知识更加丰富一点，但是经济学理论告诉你，这还不够。无论你多么聪明，假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

设你觉得凭借共有的新闻和信息，就能够在股市上立于不败之地，那么你是在自欺欺人。我在书中举了很多这方面的例子，但是共同的前提只有一个，那就是获得别人不知道的信息。我会告诉你如何才能获得别人未知的信息，但是我先构造了一个你容易接受的投资三问的框架，接着再把具体的使用方法介绍给你。前三章介绍了投资三问的详细情况；随后的章节深入讲解如何根据实际情况运用这些问题。作为一个已经出版过3本书的作家，我知道这本书的内容对你来说很多，但是弄懂了我所说的投资三问，你就拥有战胜股市的战略要术，所以你完成这个巨大的阅读任务还是值得的。

假设你们接受了我的基本论点，即只有一个主要的问题并且它能被分成三个子问题，那么你应该明白，光是了解这些问题是无法找到开启无尽财富宝藏的金钥匙的。必须勤奋地一次次在实践中运用它们！这三个问题的运用不是一项机械工作，也不是那种“成为富人的三个步骤”之类的简单步骤，不是战胜股市的“投资赚钱要领”。如果真有这么有效的书，那么我也不用写这本书，你也不用读这本书了，我可以把内容发布在《福布斯》的专栏上，你可以在那里搜集自己需要的资料，接着就可以迅速地成为一个不可思议的富人。不是这样的，这不是一本赚钱手册，而是一本“洞悉他人未知信息之后才投资”的书。

门外汉和专家

面对一群缺乏专业知识的普通投资者，不用担心与他们之间进行的竞争，但是怎样与受过训练、非常聪明、很专业的资深投资人竞争呢？据我的观察，多数投资者——不论是业余的还是专业的——在实际运作时都如同傻瓜。怎么会这样？因为尽管他们学的课程告诉他们必须洞察不为他人所知的信息，但是一到实际操作时，他们要么忘记了这个基本道理，要么轻视了这些规则。

投资者典型的观念是把股票投资误认为是一门机械工作，如做木匠或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行医，他们不把投资当做一门需要科学研究的学科（我将教你怎样科学对待投资）。设想一下，他们是怎么进入这一行的：一开始以业余身份进行投资，拥有有利的信息资源，这些信息可能来自有线电视、纸质媒介、互联网或权威人士，也可能是他们依靠先进的追踪数据变化的软件获取的。他们有一套自己的规则，如动力投资、买储蓄、根据坏消息买股票等。总之，他们遵循一定的线索或信号进行买卖股票，可能在标准·普尔500指数或纳斯达克指数达到某个限度时，决定买进或者卖出股票，或者跟随大众一起恐慌。他们盯着90天来股市的波动情况，密切关注VIX指数（标准·普尔动荡指数），或者其他一些有预见性的市场指数。VIX指数经统计后证实是不具有预示性的，但是很多人依旧每天使用它，这种没有价值的参考导致投资者赔的钱比赚的还要多。他们认为投资就像一门可以通过勤奋和努力来掌握的技艺，而技艺最高超的人一定就是那些最富有的投资者。

投资者在为自己喜好的股票进行分类和提高投资技巧时，都是有根据的。喜欢小型股的投资者和喜欢大型股的投资者使用的投资工具不一样，喜欢国内股票的投资者和喜欢国外股票的投资者使用的投资工具不一样。这种原理在学习木匠技艺时是行得通的，比如任何人都可以学会木匠基础技艺，但是总有一部分人比较有天赋，技艺精湛。

我们知道学会一门技艺是比较容易的。因为不计其数的人通过培训和学徒生涯，经过大量的实践练习后，都可以在有限的技术上发挥自己的才能。教会一个会计人员使用普遍的方式做好审计工作是技艺学习成功的最好例子。但是，不论是业余投资者还是投资专家几乎没人能够打败市场。你已经学习了这么多年，但还是要面对这个残酷的事实。在长期的股市战斗中，战胜股市的专家可谓凤毛麟角，所以仅仅把投资当做一门技术活来学是不够的，靠技术是不能在股市中立于不败之地的。

经济学理论告诉人们，技术是帮不了你的。这也许可以解释一个投资新手总是失败的原因，但是专业人士又怎样呢？至少，专业人士必须拥有执业证书才能合法地给顾客提供投资建议。所有的证券经纪人必须通过测试才能获得一系列的头衔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资顾问也必须通过投资权威机构组织的考试。在这个行业中，有些人可能成为经济分析师或经济蓝图师，另外一些成为投资管理分析师。即使你拥有各种名目繁多的执业证书，面对股市你还是跟初学者一样。

大学生和攻读博士学位的人花了好几年的时间研究投资市场，他们分析合作平衡理论，学习计算风险和利益，使用大家都知道的分析工具，如Sharperatio(夏普比率)、R−square（拟合优度），或者CAPM(资本资产定价模型)。有的学习股市历史，有的学习分析股市如何在不同的货币政策、政治、金融环境下作出相应的反应。即使这样，他们仍然无法比那些没有博士学位的人在股市中更占优势。

也有一些想以股票投资作为职业的年轻人，经过多年观察，他们决定为已经站稳脚跟的投资人打工，同时开始自己的学徒生涯。作为名家的学徒，学的知识跟当年的铁匠学徒一样，有的成为多面手，有的是某方面的专家，例如只打造剑和矛，或者制造战袍和剪刀。只要你能说出的投资种类，各个股票种类总会有其忠诚的拥护者，用学历、证书、经验作为装备的专家们在股市上纷纷登台亮相，尽管他们落后于股市，但还是抛出他们的建议和所谓的智慧。因此，有些人成为媒体权威，紧跟潮流，在网上评点今日股市行情。但是股市从未平静过，它的猛跌、暴涨都是突发性的。它时而让人担心时而又令人兴奋，它的变化如同下一个白宫丑闻或者某个好莱坞巨星的离婚流言一样令人晕头转向。你所听到的大多数信息都是过期的，只有极少数的信息是权威们辛辛苦苦地统计总结出来的，但是即使他们分析了当下的数据，他们也不会追踪到更远的未来，即使他们追踪很远，也不能坚持很久。原因很简单，如果他们能预言长期的股市发展情况，他们就会去做资金管理人员，而不是仅仅作为一个发布消息的权威人士，因为成功的资金投资能赚更多的钱。举个例子，2005年《福布斯》富豪榜前400人中有39个人——接近10%——是金融投资领域的人士。那么媒介名人呢？只有欧帕拉是通过媒介途径取得成功的。没有哪个经济学权威人士被列入《福布斯》富豪排行榜（事实上，我比较接近经济界权威人士，但是我不是，至多我可以算做一个金钱投资者，而且没有名气）。

如果你只为赚钱才投资，那就是纯粹的资金管理。在经济界最成功的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新媒体名人是我的朋友吉姆·克蓝玛，即为我的这本书写了前言的人。他是一个例外——他在开始经营“TheStreet.com”网站和成功主持“为钱疯狂”电视节目之前，他是一个成功的投资者。没人能相信吉姆能在媒体这个领域如此成功，包括他自己。但是他对自己的决定一直坚信不疑，而最后吉姆恰恰证实了权威人士无法在股市成功这条规律，对他来说，从投资转向媒体这个决定是一种生活方式的转变。但是大多数人没有吉姆那样的天赋，如果吉姆想成为雕刻家或者画家，我相信他也能成为其中的佼佼者。如果你问吉姆在这个世界中金钱在哪里，他仍会让你回到资金管理中去，而不是追随媒体。

所以大多数的投资专家不想成为媒体名人，他们渴望的仍是对金钱的实际运作。一开始总是从简易入手，给个人提供建议，像股票经纪人、金融搭档、保险推销员那样。也有一些人会提供自己的预测结果和投资方法，但是为大公司工作的人总要对大公司的预测妥协。因为对大公司来说，这么做才是合乎情理的，只有这样才能保持一致性以便控制数目庞大的雇员。大公司雇用少数非常有威望的学院派专家，冠以经济主管或者市场战略主管这样的头衔，他们主要的职责是预测股市的发展趋势，他们用个人熟识领域的专业知识和经验来分析市场。而所谓知名公司的客户，包括私人或者机构，不仅受益于分析师的学识和经验，也受益于学识渊博、经验丰富的大师们的奇思妙想。

那么为什么这些既有专业知识又有实践经验的专家们还总是落后于股市呢？经过长期而又反复的考察，我得出一个结论：很少有专业人士能战胜股市。成功人士的比例在10%～30%之间，不会再高了。为什么呢？为什么说得头头是道的职业评论家和专业的预测家并不比业余者更成功呢？为什么致命的错误总是比正确的决定出现的次数要多呢？（经常犯错没什么关系，最成功的人也经常犯错。）

不过仅仅凭借一些专业知识和实践经验就想就成为一个比我更好的投资者是不可能的。聪明和专业训练都很好，博士学位也很好，但是这些还不够，甚至可以说这些是不必要的。你必须拥有其他人不知道的信息才能战胜股市，胜过比你聪明的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能你订购了质量很高的出版物，像《福布斯》。你阅读着从大量的财经杂志列表中选择出来的刊物，24小时看财经信息频道，频繁地上网接触贸易活动，甚至还有更多的渠道获得信息，像一个早起的猩猩一样到处浏览信息，大量下载你所关心的股市研究报告，也有可能你还花了大钱购买股市技术分析的电脑软件。为什么在获得这么多的信息、掌握着这么多的技术后，还是不能了解股市、打败股市呢？而这些信息量是你的祖父辈们所不能想象的。

投资不是一门手艺活

答案不在于你是否掌握高超的技艺，而在于你能否洞悉别人未知的信息。投资家尝试着学会投资技术，他们的思维已经全被技艺所占据，认为他们能学会这门技术，获得独一无二的优势，同其他人一样完成自己的工艺，然后有能力在股市上立于不败之地。

再多的学术研究也无法帮你做到在股市上立于不败之地。学识最丰富的经济学博士明白自由市场是最有效率的(尽管他们不能在具体效率是多少上达成一致的意见)。通过一系列的测试，或者拿到CFA、CIMA证书也还是不能掌握这门技术。专业考试里所包含的知识没有一点不是被大众所知道的，没有什么内容不是被媒体提炼后机械地复述过的。订阅再多的杂志，或是像专家一样为正确答案思考得头痛，都没有用。这些专家讨论的内容都是大家已经知道的、已经被公布的东西。如果专家们能通过媒体悄悄告诉你别人不知道的信息，那是不可能的，很快所有的人都知道了同样的信息，新的信息就很快就被市场化了。这样的话，什么消息都没有价值了（待会儿我告诉你如何做到例外）。

你可以研究技术投资，购买那些专门用来分析价格走向的软件；你也可以直接购买那些被《投资日报》精心选择出来、发展势头最好的股票；你也可以研究基础分析，发誓只在价格收益比达到某个点时买进股票，或者只在它达到另一个点时卖出股票；你也可以雇用一些名字后面有一长串

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

称号的人为你做这些事。但是如果你把掌握市场信息仅仅当做一门技术活，那么无论如何你也不可能在市场上长期立于不败之地。当然，这么说也不完全正确，要是有些人使用了上述所有的工具，加上运气足够好也能赚钱。假如让一群人排着队来掷硬币，总有幸运的人抛到50次全部是头像朝上的结果，但这仅仅是运气好罢了，在现实中，你不可能是这个幸运的人。运气不是投资和掌握市场的武器，但有一定的影响。

如果投资是一门技术，或者说是一门综合技术，那么你总有可能依靠这门技术预测出股市走向，总会有人在特定的时候用正确的方式来掌控市场，这个正确的计算方法总能被发现的，无论它有多么复杂！

有人说，沃伦·巴菲特一直以来都是最伟大的投资家。我不认为他是一个投资家，很多人不知道他是一家保险公司的首席执行官。该公司拥有几支股票，而且能吞并那些他想吞并的私人企业（你几乎无法做到这些，大多数的投资者也无法做到）。虽然他是一个伟大的人，一个成功的投资家，但是他不是一个成功的投资组合决策者，而且在过去的35年间，他没有任何作为资金投资家的业绩记录。当人们管他叫投资家时，他并不是如同皮特·林、比尔·米勒或比尔·格劳斯这种意义上的投资家，其他三人都是伟大的、成功的人士，当然还有不计其数的投资者。

有些人不需要从事资金经理人这一职业却直接成为投资者，买一幢公寓，你就是一个投资者。不考虑其他因素，长期以来，巴菲特先生的名望是建立在伯克希尔·哈撒维公司的股票买卖和公司运作上的。注意，当伯克希尔公司控制一家公司、锁定一个股票或石油，那么这些股票的投资回报外界是不可预知的，因为它们已经被伯克希尔公司合并了，因此个人无法辨别此项投资是否明智。大家见到的就是伯克希尔公司通过自己的保险业来操作这些股票。几十年来，伯克希尔公司股票是一支极好的股票，为它的追随者赚了很多钱，就如微软、AGI电子产品业和其他出色的单股一样。很多投资者被伯克希尔公司的股票算不算投资组合这个问题而困扰，它不是投资组合，而是单股。事实上，尽管有一种信仰围绕在伯克希尔公司和巴菲特周围，但它还是一支单股。从这方面来说，最近它的状态不是很好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去10年中，它的收益率一直落后于标准·普尔500指数的收益率(而且它还不符指数中的流通量要求)。2005年，标准·普尔500指数上升了4.9%，而伯克希尔公司股票的收益率下降了0.8%，即基本上没有变化。它在2003年和2004年时，在标准·普尔500指数的排名中也是落后的，不过没有人对此给予很大的关注。现在的伯克希尔公司主要依靠它前几十年的光辉业绩，才得以避免成为平庸之辈。

然而我的观点正由此而来，你也可以认为我完全错误。假设巴菲特先生不是保险公司的首席执行官，而是像比尔·米勒或比尔·格劳斯一样的投资组合经理人；假设他是世界上最伟大的资金管理人，他肯定讲了很多年投资经验——诸如固定资产分布啦，股票选择啦等很多资金经理人每天都在讲的内容；假设他拥有众多信徒，这些信徒拾起他的只言片语来思考自己该如何投资；假设他成名已经有了1/3个世纪，但是就算这样，也很少有他的忠实信徒能长期把握市场。假如巴菲特的工作是一门可靠的技术，他就能把这门技术传授给他的信徒了。但是顶尖的投资家，甚至威望颇高的人，都不是巴菲特的信徒。最伟大的投资家仍然无法把自己的经验和技术传授给大家，这是一个颠扑不破的真理。当然，会有人跳起来喊道："我擅长投资并且很成功啊！"但是在这个需要可靠业绩记录的竞争激烈的世界上，这种成功的人还有待发现。

如果真的存在投资技术和投资诀窍，那么长期以来，按巴菲特先生的投资方式早已发展出了一支壮大的追随者队伍，他们能在股市竞争中胜出而不是相互冲突，但是我们没有找到任何事实证据。巴菲特先生的方法仅仅是一套价值投资的方式。长期以来，对于独立的价值股和增长股，投资者所做的就是根据自己的喜好交替地使用价值股投资和增长股投资这两种方法。尽管这两种方法的使用者都声称自己的方式优于另一种方式，但是还没有产生过顶级的能打败股市的投资者。在价值股投资中，还没有形成一种被广泛接受的方法，能相对稳定地赚钱并且胜过同行。

如果投资是一门技术，这些年来也不会出现大量与技术相抵触的书籍——专家、权威、资深人士兜售相互矛盾的策略，这些策略多数大同小异。投资仿佛木匠、石匠、医生学习技术一样，别人教你，你能有效地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌握技术，不会出现大的失败。这样，你也不用买这本书了，因为你听不进我讲的这些内容。

拉丁文教会我开始像科学家一样思考

在我小的时候，一个人如果想成为一个科学家，就要学习拉丁文或希腊文。总体说来，我是一个好学生，我学习拉丁文不是因为我想成为科学家——我确实没有成为科学家——而是因为我觉得学习西班牙语或法语也没什么好处。因为没人说拉丁语，除了拉丁文阅读中大量关于人生哲理的小故事外，我所学的知识很快就忘了。记得有个故事讲恺撒大帝，他在部队的前面领导队伍，而不是像其他将军一样跟在队伍的最后，也许这是关于领导才能最重要的例子了。

另外一个例子：词语“科学”源于拉丁文“scio”，意思是去了解、去懂得以及知道如何去做。任何一个科学家都会告诉你，科学不是一门技术，而是一个无尽的求知过程。科学家不是某天早上醒来就打算为洞察地球上的事物而创造一个方程式，而是像牛顿一样，一开始问一些简单的问题，如：“是什么让苹果掉下来的呢？”伽利略不是因为同意亚里士多德的观点才被教会驱逐并且名垂千史。他曾问道：“如果星星的运行方式并不是如人们所说的那样呢？我的想法是不是很疯狂？”我们都认识在历史的长河中留名的科学家，假如我们在现实中遇到他们，他们就显得很奇怪。我的一个朋友，史蒂芬·赛勒特，当今研究杉树的科学家，他改变了科学家对杉树生长的认识。他把钓丝拴在箭上，然后把箭射到350英尺(约105米）高的树上，在自己身上绑着坚固的绳子，攀援到了树顶，他在上面发现了其他人从未发现过的生命形式和细胞组织结构。系着绳子爬到350英尺高的地方是多么疯狂啊，但是他的疑惑是：在人们没把树砍下时，树的顶部有什么东西？如果有一些生物，那么它们跟树有什么样的关系呢？通过这种看似疯狂的行动，他发现了前人没有发现的东西。为什么我要告诉你这些呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资中，有价值的信息必须依靠科学的认识和发现，重要的信息不是在某本书中可以找到，也不是有限的，因为我们还没能真正了解股市。跟50年前相比，我们对资本市场的运作方式已经有了进一步的认识，但是与我们今后10年、30年、50年能知道的相比，现在拥有的知识还很少。

与专家、权威们企图灌输给你的意见相反，对股市的研究是艺术与科学的统一。理论与方法都在研究中不断地被补充和调整。而当前我们还处在调查和探索的初期，从科学性角度来说，我们还处在萌芽期。

科学的调查方法能提供更多的机会，而在扎扎实实的学习之后所能洞悉的市场运作规律，也是过去所不能想象的。不仅如此，每个人都有可能洞悉那些虽然如今不为人所知但数十年后却可能被普遍认同的规律。无论你接受与否，建立新的资本市场理念是每个人的任务。也许你并没有意识到，但你已经是其中一分子了。当你欣然接受这一点时，你有可能知道别人不知道的秘密——经济学家也不知道的秘密。而且你不需要是个经济学家，也不需要拥有财经知识就能做到。想知道别人所不知道的，只需要拥有科学家式的思维方法——新颖、好奇、大胆。

投资不能以陈见作为判断依据，必须使用开放、探索性的思维方法。像任何一个合格的科学家一样，你必须会提出问题。这些问题会促使你用实效来检验先前的理论假设。如果在你使用科学的方式进行研究时没有找到问题的最佳答案，还是值得庆幸的，因为找不到答案总比犯了实际错误好。当然，仅仅依靠提出问题，是不能帮助你在股市中立于不败之地的。只有那些能引导你做出完美一搏的问题才是有价值的问题。

怎样才是有价值的问题呢？

最需要的三个问题

当我们的观念出错时，当我们的看法不够全面时，当我们不能客观地反映真实世界时，我们需要第一个问题。

通过第一个问题，我们必须确认哪些是我们认为完全错误的事实。这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个问题简单地说就是：我的观念中哪些是错误的？注意，你的看法同时也是大多数人的看法。在接下来的一章，我会详细地阐述这个问题。但是，如果你和我都认为某些事实是对的，那么大概多数人的看法也是如此。如果大多数人这么认为，那么我们可以预言他们将会作出什么样的选择，我们也就可以学会如何克敌制胜，因为投资利益是不会眷顾平庸的人和他们的伪真理的。假设你确定原因X将会导致结果Y，那么大多数人会这么认为，而且你核实他们会这么认为。所以，当看到X发生时，你知道大众会料想Y会发生。但是如果你能证实事实上X并不能导致Y的产生，那么在其他人都打赌Y会发生时，你能确定Y不会发生。因为你知道众人所未知的，所以能够胜众人一筹。我会告诉你如何做到这点。

第二个问题：他人觉得深不可测的事情，我能了解多少？这就需要一个调查的过程，这个过程能让我们完成一些事情——一些别人通常轻易认为无法完成的事情。这是我们平时所说的“不落窠臼”思维方式的关键。这种思维发生在爱迪生和爱因斯坦身上，于是他们获得了非凡成就。他们想的是如何去思考那些无法思考的问题。几乎是异端信仰！令人欢欣的是，做到这点比大多数人想象的要容易得多，而且这是可以通过训练掌握的技巧。在第二章里我将介绍如何做到这点。凭直觉你会发现，如果没有人知道是哪个原因导致了一个奇特的结果——暂且叫它Q——而我们能证实是原因Z导致Q，那么以后每次我们看到Z发生时，我们可以胸有成竹地将赌注押在结果Q上。因为我们发现了这个秘密。这也是第二章的内容。

最后，轮到第三个问题：大脑中究竟是什么在误导我？另一种问法是：如何让我平时无法看透市场规律的大脑使用出奇的思维方式呢？这是行为心理学的研究领域。你之所以能洞悉别人所不知道的事物，是由于你那有个性的思维方式——要么它关于市场机制的思考表现出色，要么它表现太差而必须通过自己的调整来摆脱这种无益的思考方式。几乎没有哪个投资者会真正抽出时间尝试着对自己的思维方式进行分析，大多数人把精力花在寻找诀窍上，而不关注自我的内在不足（提醒：一个手工艺者是不会考虑那些形而上的问题的）。你会认识到你的大脑是如何伤害你的。而当你使用一种既结合了常人的模式又有自己特色的思维方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

式后，你会得到一些独一无二的经验。第三章将使用一些简单实用的例子，就这个话题展开探讨。

接下来，书的内容是关于如何在实际操作中综合运用上述三个问题了。我们关注于如何使用这三个问题来把握宏观股市，把握不同的市场分支，甚至把握个人股票投资。我们还将它运用于利率和通货市场。我们关注的很多方面，都是这些年来我运用这三个问题解决实际问题的领域。我们也将设法解决很多我没有弄明白但是有可能被解决的问题，你可能就是解决这些问题的领军人物。我们没有精力和能力涉及每件事、每个领域——也没有必要。

我的很多结论可能是你之前从未听说过的甚至听上去完全是不合理的、反常规的。但我确实是使用这三个问题而得出这些结论的，而且我会一一演绎每个案例。不同意我的观点指出来也没关系。

你也可以用这三个问题来指出我的错误和混乱，你可以写信给我，给出足够的证据，我会很高兴的。

我们有无尽的机会去发现对我们来说是全新的东西。你不必洞悉每一件事，你要知道的是别人不知道的事情。如果你学会了运用我讲的三个问题，那么在你剩余的人生中，你都能知道别人不知道的信息了。

肯·费舍

加利福尼亚的树丛边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一章

1 问题一：我的观念中哪些是错误的？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辨别虚假的理论

有一种假设是不会遭到反驳的，那就是：当你知道某件事情绝对错误时，你就不会认为它是正确的。今天，很多运用技术而成功的行业的发展历史已经被奉为固定的神话，但是关于市场，众人坚信不疑的说法大多数是错误的。这与很久以前人们认为地球是平的一样，你也不用因为自己错信了虚假的神话而深深自责，很多人曾经误信过或者直到现在也误以为真。如果尽早发现自己的错误，较别人而言，你就占了先机。

如果辨别不正确的说法是件很容易的事，那么就不会存在这么多的伪真理了。虽然辨别真伪不是那么容易，但也不是不可能。固有的障碍是，在辨别真伪的过程中，你必须对自己先前的一些固有观念持怀疑态度，这对你来说是件很痛苦的事。事实上，人们讨厌自我反思，反而喜欢说服自己或者他人来相信自己的观念是正确的。其实，你不要相信任何定论。

为什么会有那么多人相信那些并不真实的说法呢？为什么那些错误的说法竟可以被流传几十年呢？人们之所以会坚信错误的事情，是因为就个人来说，当他自己相信的事情看上去很合理时，他很少对之反思，尤其当周围的人们都跟他意见一致时。

在这个社会中，人们总是被鼓励去挑战他人的观点，比如："我知道那些演讲都充斥着谎言！"但是社会没有教我们挑战自己，也没有鼓励我们像爱因斯坦、爱迪生、牛顿那样拷问宇宙的基本性质。我们本能地接受前人传下来的智慧，这些古老的观点不需要我们亲自调查考证，因为我们坚信这些规律超出了我们的考证能力。生活中，大家都是这么想的：别人都无法弄清楚，我又怎么可能弄清楚？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于价格收比的说法

当我们身体不适时，就会去看医生，描述症状，聆听医生的分析，然后按照医生所开的处方治疗。总体上说，这是一项完美的活动，因为医学是科学与技术并行不悖地完美结合的例子，偶尔的小瑕疵是由于医生们总搞一些小动作，但是从总体上看，是因为长期以来科学不断地修正技术，于是技术不断发展，所以医学经验是十分可靠的。在很多领域，科学与技术都可以很好地结合起来，但是我们却对某些领域知之甚少，比如资本市场。

你可能会与你的投资伙伴一样崇拜大量的经验之谈，这些经验几十年前就写在书上了，是入门者必修的基础课，而且也被我们身边很多的名人认可。敢向这些信条发起质疑和挑战，你认为你是谁啊？

自然有最合适的人选！

举个例子，有一种观点：高价格收益比（P/E）的股市必定比低价格收益比的股市风险大。因为大多数人初涉股市，不熟悉高价格收益比这一概念，所以顺便解释一下，高价格收益比是每股的价格除以每股的收益，这是股市里最基本最有名的价值评判标准。这个计算方式可以对一种股票类型进行评定，也可以对整个市场进行计算，例如完全股票市场的价格收益比。

投资者绝对相信，当股票市场的价格收益比较高时，风险比较大，而且相对于低价格收益比的市场，它上涨的可能性较小。乍一听，这个说法似乎很有道理。高价格收益比意味着对于股票市场甚至是整个市场而言，价格相对于收益来说很高。在这个基础上作进一步的分析，我们就发现，高价格收益比意味着股票的价格过高，那么股票就很有可能下跌。大多数人都持有这种观点，这看上去很符合逻辑，已经成为投资的一个基本原则。假如你跟你的朋友说这条原则是错的，那么你将遭到铺天盖地而来的嘲笑，他们甚至会觉得你精神上一定有某种缺陷。

是的，我在10多年前就运用统计方法验证了价格收益比，无论它的数据是多少，都不可能告诉人们风险的大小和收益的高低。抛开统计，如果深入挖掘这个理论，也会发现价格收益比不会显示任何有关风险和收益的信息。你要是把这一结果告诉别人，对他们来说将会是一个重大打击，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们（包括受过良好教育的人）都会认为你太疯狂了。当我们接受了价格收益比与未来的收益无关这个观点后，我们获得了什么优势呢？当人们因为股票的高价格收益而害怕时，我们就有可能战胜股市。由于总有突发因素导致市场溃败（我们将在后面详细叙述），因此价格收益比并不起作用，那么我们就可以获得利益。同样，如果股市的价格收益比很低，人们就对它很乐观，我们也可以从中赢得利益的。关键在于我们必须知道股市运作的真相，而不是人云亦云。这是科学方法论的基础。

很多不正确的经验之谈，例如关于价格收益比的说法，广泛地被那些优秀人士接受，并且通过各种媒体，向投资界各个阶层的人士传播。这些言论没有引起我、你或者其他任何人的质疑，我们对它们坚信不疑。就像基督教所说的三位一体论，环境科学家所说的全球气候变暖理论，这些理论不要求他人作进一步的研究证明，它们一定是正确的结论。多么神圣啊！没有人质疑这些理论，没有人持异议，没有人做数据分析，如果你反对这些理论，那么你就会遭到众人的谴责。正因为没有人提出异议，所以用有效的数据来证明这些妄自散播的言论错误就被认为是荒唐、不明智的，因此各种不合理的说法继续传播着。

根据调查显示，2005年，超过一半的美国人持有股票，然而几乎没有人要求证券公司提供可靠的证据来验证所谓的投资经验。为什么会出现这种情况呢？为什么没有人像汽车技师对汽车进行仔细检查一样，对投资经验进行细审呢？至少我们应该对经济界发布的声明持怀疑态度。你想要在投资界获得更好的成绩，或者你至今还没有任何业绩，就更应该具有怀疑精神。做个愤世嫉俗的人，做一个勇敢地说出皇帝没有穿衣服的人，环顾四周，评估一下你和你的同伴们深信不疑的真理。不过说到底，最该怀疑的人应该是你自己。

以前，我在阅读或收听各种媒体消息时，我经常关注那些我认为完全错误的信息，接着亲自调查，想尽一切办法证明自己的观点是对的（人们喜欢证明自己是对的）。我通过收集数据、统计分析试图证明流行的观点是错误的，而自己的观点是对的。事实上，根据我的统计，我的观点大多数确实是正确的（人们经常用自己喜欢的方式证明自己是对的，这是多么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的事情。原告、法官、陪审团都是这样)。但是后来，我发现自己这么做是不对的，我所做的应该是在媒体上搜寻我认为正确的言论，然后核查一下它们是否正确。为什么呢？

如果我认为某个说法是正确的，而大多数人也都认为它是正确的，这时，如果我能证明我的想法是错误的，那么大多数人的想法也是错误的，那么，至少我还是获得了一些有用的信息。

我有一个有效的方式了解到他人不知道的信息。假设我断定原因X会导致结果Y，我这么认为，大多数人也这么认为，所以如果我错了，那么其他人也都错了。当X发生时，人们打赌Y会出现。假设我能够预先知道X并不会导致Y发生，这意味着其他因素会导致Y发生，也就是说，在X发生之后，Y有可能发生，但是Y是随机发生的。如此一来，当X发生时，人们依旧认为Y会发生，但是我却认为Y不会发生，我的判断的正确率总是比错误率要高。

通过分析价格收益比这个说法，我们能得出更准确的结论。假设股市的价格收益比大幅升高，正常的投资者都会得出这样的结论：风险增大，未来收益降低，股市运作不健康。有时股市的确不平稳，但大多数时候股市还是正常的，因为价格收益比本身不能说明股市的风险和走向。当我看到高价格收益比给人们带来恐慌时，我敢打赌股市不会继续低迷。虽然有时股市的确低迷，比如在2000年，但更多的时候我的判断还是正确的，比如在1996年、1997年、1998年、1999年以及2003年。我当时真不希望人们去相信现在的价格收益比这种说法了，我希望人们还是相信传统的有关价格收益比的说法，不要想着去颠覆它。现在我只想让人们毫不犹豫地接受这样一点：能学会辨别被普遍接受的但事实上是错误的说法，能利用这点赢得优势，使投资成功的次数多于失败的次数。

质疑自己相信的观点

你要想使投资成功，至少要确保你的2/3的决策不算全错，1/3的决策是完全正确的。古希腊医学家希波克拉底说过一句流传千年的话：“首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先，不要做伤害别人的事。”这句话可被当做一条投资原则。

你想要确保你的投资不遭受损失，必须先问问自己：我头脑中坚信不疑的观念是正确的还是错误的？这时，你开始变得疯狂，你质疑任何自以为明白的道理。不过大多数人不愿这么做，所以这为你提供了超越他人的机会。

在问自己第一个问题时，可以看出你对自己是否诚实、负责。很多人，尤其是投资界的人，天生没有自我反思的习惯，他们总是对外宣称自己工作很顺利，还企图让自己也相信自己工作顺利，但是事实并非如此，因为他们从来没有进行过可靠的独立分析。你必须接受这样一个事实：你和提供给你信息的权威专家们有很多根本的观念可能是或者已经是错误的。

你有没有就资本市场向自己提出过问题？质疑自己一直相信的观点是需要反省精神的。作为人类，我们习惯用自信作为防护衣，这很难说是物种的进化。行为学家告诉我们，石器时代我们的祖先因为只有用石头制成的简陋的武器装备，所以每天必须做出非常自信的样子去对付野兽。如果他们能够反省一下，就会得出理性的结论：把顶端装着燧石的树枝扔向野牛是非常愚蠢的行为，他们和他们的家人、部落会饿死。其实，过分自信——自以为能胜任某件事而事实上相反——在大多数领域里是人类成功的关键，也是人类进化的前提之一。然而，在第三章我们将会看到对于资本市场来说这种自信是有害的。

所以，投资者基本上都讨厌对普遍认可的观念进行质疑，因为如果那么做就意味着要不断地自我反省。一旦我们真的开始质疑，很快就会发现，一直以来存在的股市是为了“戏弄”我们。我称股市为“最伟大的戏弄者”（The Great Humiliator，简称TGH）。TGH是个公平的机会戏弄者，不管你是富人还是穷人，是黑人还是白人，是高还是矮，是男还是女，它都想戏弄你，它想戏弄每个人。坦白地说，我觉得它想戏弄我胜过戏弄你，戏弄你很有趣，但是如果说戏弄你有趣，那么戏弄我更有趣。要是我被它戏弄，《福布斯》杂志的读者就会嘲笑我，价值超过300万美元的客户在我处境一团糟时会来烦扰我。你越是强大，TGH就越想戏弄你，它想把每个人都玩弄于股掌之中，并且乐此不疲！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就个人而言，你是怎么让TGH“快乐”的呢?那就是你根据其他人都知道的信息作出投资决策。你又是怎么让TGH“恼火”的呢？那就是你在洞察了别人未知的信息时作出严谨的投资决策。

如何把投资的第一个问题具体化、明细化，方法如我过去所做的那样——仔细察看媒体上宣传的并且你相信的信息，做一个列表，这些信息可能是关于单支股票、整个股市、通货膨胀的，等等。把所有影响你决策的因素也列成一个表。

把那些不是根据数据或者其他可靠信息做出的决定做个记录，总有一些深深影响着你的东西——可能正确也可能错误。根据大家都同意的信息而作出决定时，你要格外谨慎，在这些决定下标上强调记号、下画线、星号等等。思考一下，哪些线索是有效的呢？有吗？对大多数投资者来说，没有。

你也会人云亦云

举个例子，你持有一支高价格收益比的股票，你认为高价格收益比意味着价格过高，所以你决定抛掉这支股票，买进另一支低价格收益比的股票。你无数次地作过这种明智的决定，很多人也认为这么做是明智的。

但是，高价格收益比就意味着股市低落吗？你亲自核查过这些数据吗？如果你提出这样的问题，怎样才能找到答案呢？你是做了数据分析，还是根据古老的说法或者大名鼎鼎的专家的意见才作出决定？

另外一种情况，你持有一支股票，股市涨它也涨，股市跌它也跌，属于典型的易变股。然而，你知道美国联邦政府预算赤字不断增长——不只是赤字，还是历史性的高赤字，但是不可能永远赤字下去。你知道联邦政府遗留下来的未清算的赤字对经济不利，对股市也不利，所有的债务都会在未来的某一年中掀起风波，股市迟早会做出反应的，你知道赤字负担会产生长远的涟漪反应，影响股市的上涨；你还知道熊市最终会因为赤字的增长而大肆爆发，在这样的境况下，你那支易变的股票也会跟着经济形势跌得很惨，所以你卖了它。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是,你是怎么知道在财政赤字之后就会伴随着出现业绩惨淡的股市呢？情况是这样吗？多数人不会提出这个问题，也不会去考察历史。如果他们这么做了，他们对股市的态度就不是害怕而是乐观了。从历史上看，美国或者世界上在巨额财政赤字后跟随出现的是股市超平均水平的回升。不要害怕赤字——只有财政剩余才会对市场不利,就像克林顿总统1999～2000年在任时的财政状况。

拥护各自政党的专家、非专家、大众很少就某种观点达成共识，但是在财政赤字上他们的意见难得地取得一致。如果你想使你的政治团体获得大众的拥护，最好的办法是宣誓减少财政赤字。

有一些诸如面包师傅等人持有的观点，可能你也认同的这样的观点，或者说至少大多数人都认同。我总结出以下一些观点：

1.高价格收益比的风险高于低价格收益比的风险。

2.政府的巨额财政赤字是不好的。

3.美元疲软对股市不利。

4.利率升高对股市不利，降低对股市有利。

5.减税导致更大的财政赤字，所以对股市不利。

6.石油价格升高对股市和经济都不利。

7.经济发展良好，股市发展也良好。

8.经济增长快的国家的股市比经济发展慢的国家的股市更好。

9.小股市比大股市运作更好。

10.成长快的公司股票比成长慢的公司股票好。

11.价格便宜的股票比价格高的股票好。

12.现金账户和贸易赤字对股市不利。

13.美国的债务太多。

这些观点耳熟能详。这里列举的只是人们公认的但是部分错误或者完全错误的观点，还能列出更多。“美国的债务太多”这种观点是不对的，美国需要的是更多的债务。我这么说，你可能会马上尖叫起来，或者你觉得我疯了，因为我挑战了你的思维定势。当别人说你的信仰错误时，你最明显的反应就是断然拒绝或者更进一步——愤怒。愤怒通常意味着恐惧，不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过，愤怒的人常常不清楚自己的恐惧，但是愤怒通常正是恐惧的反应。如果你断然拒绝或者很生气，你一定要问一问自己：我怎么会、为什么会一开始就认定自己的观点是正确的呢？它是神话吗？它是偏见吗？我是对了还是错了呢？但是最显然的问题是，为什么你会相信这些观点？

可以断定，你相信这些观点主要基于两个原因：(1) 它们听起来符合常识，而你没有挑战常识的意识。(2) 你身边的人都倾向于认同这些观点，你没有向大众观点挑战的倾向。

真的错了

当你在运用第一个问题企图揭示投资神话的真实面目时，会发现有三种结果：可能你是对的（这种情况发生的概率比你希望的要小得多），或者你是错的，或者你错得很离谱。这三种结果对你来说都挺好，因为它们提醒你如何在以后做出改进。

如果你的想法是错误的，就有必要进行更仔细的审查。你和你的投资伙伴，业余的或是专业的，经常相信因果关系——因为X发生所以Y发生，但在现实世界中，它们没有相互关系。我要说的例子前面已经讲过了，大家都接受的一种观点，即高价格收益比风险大导致平均回报低；前面也已经说过，高价格收益比并不预示着低回报。事实上，从历史上看，高价格收益比反而会带来非常可观的股市回报，而低价格收益比并不意味着高的收益。

股市奇谈中的相关性

我无法考证为什么价格收益理论这么深入人心，我只知道人们都认为高价格收益比意味着收益低于平均水平，而风险高于平均水平。

如果这种说法正确，那么一定可以运用数据统计来得出所谓的因果关系。统计表明，在毫无关系的两件事情中，会因为一种奇怪的因素而使它们的相关性很高。当某个股市经验被人们广泛接受时，它的因果性、相关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性会极低，人们相信的往往是一个不存在的相关性。

投资者会想方设法地为自己偏爱的投资理论提供证据，为自己的固有观念提供佐证，例如一旦他们认定原因X导致结果Y，他们就无视大量证明X跟Y无关的证据。现在我们先假设每个人的注意力都很集中，但是即使人们的注意力再集中，人们关注的仍然是支持他们观念的证据而忽视与他们意见相反的证据。为自己偏爱的理论寻找证据是人的天性，接受相反的证据毫无乐趣。这种天性有各种表现方式，一种是只注重股市中的特定时期，忽视其他时期；另一种是用怪异的方法重新定义X和Y，使统计结果看上去符合自己的观点，然后证实X和Y的因果关系并没有被歪曲。支持人们都认同的观念的数据发现成为最受欢迎的发现。人们总是相信自己愿意相信的东西。

为什么价格收益比不能说明什么？

哈佛大学的坎帕波尔教授和耶鲁大学的施乐教授曾做过一个有名的研究，是关于价格收益比方面经典的例子。他们的论文虽没有提出什么新的观点，但他们的研究为“高价格收益比伴随着低于平均水平的回报”这个观点提供了有力的数据，也就是大家普遍持有的观点。他们在1996年做了这项研究，到了1998年，他们出版的论文流行得非常快，因为它为人们原先持有的观点提供了新的科学数据。受这个研究的启发，1996年，阿兰·格林斯潘首先宣扬他的股市“非理性繁荣”理论，这个理论一夜之间传播于世界各地，成为经典的股市理论。

我的朋友兼偶尔的合作者，加州圣克拉拉大学里维商学院金融学教授迈尔·斯塔特曼，与我一起写过一篇论文，在这篇论文中，我们没有辩驳坎帕波尔和施乐的统计结果，我们使用同样的数据，严谨地使用他们的方法，发现价格收益比完全不能说明什么。我们论文讨论的主要内容是“股市预测的认知偏见”。

简单地说，坎帕波尔和施乐发现价格收益比正如10年后人们所认为的那样，它意味着高风险和低于平均水平的股市收益。首先，他们记录每年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年初的价格收益比，记录随后的股市收益，结果发现倒退到了1872年的水平，这还是我们能接受的可靠数据。一开始，他们没有使用1926年的标准·普尔500指数，而是使用考勒斯指数，这种指数不是很完善，它是在标准·普尔500指数出现之前人们所使用的参考性指数。(所有的旧数据库都是不完善的，无论你查看什么时候的数据，它们总有大量的错误。) 接着他们把这些数据标在离散图上，结果出现了一条趋势不是很明显的线。

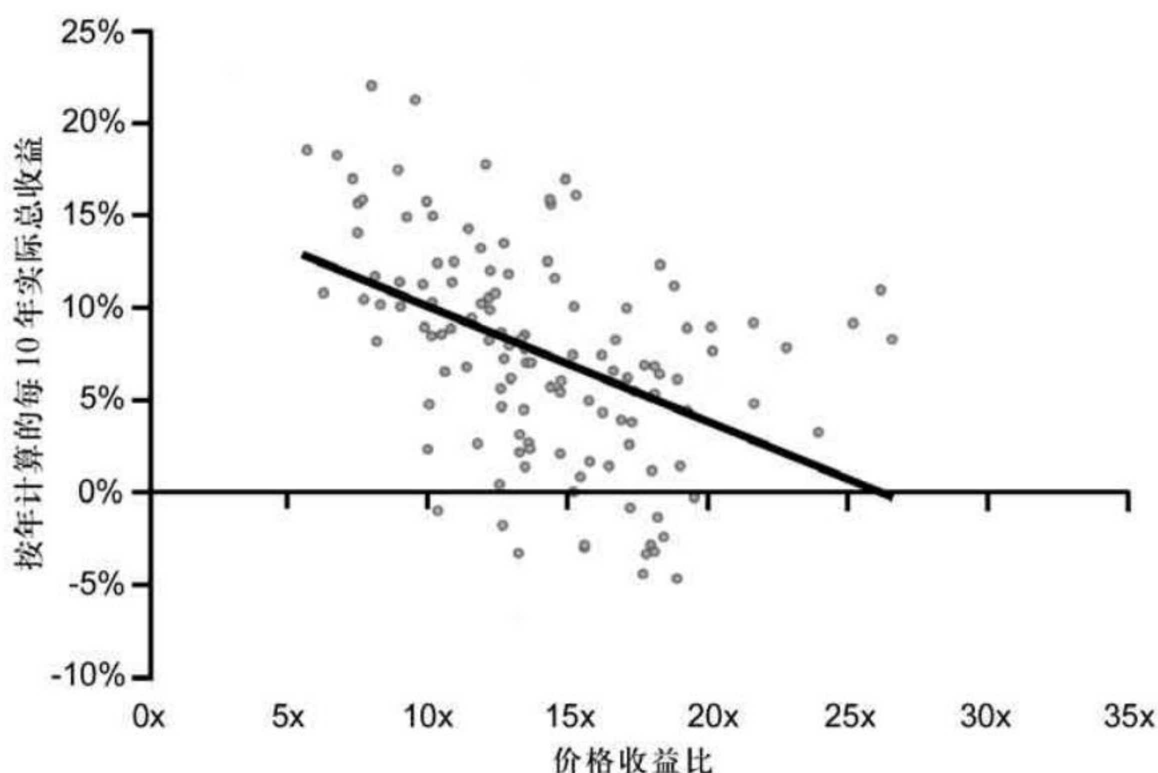


图1.1 一年初的价格收益比与随后一年的股市收益的相关性（1872～2005年）
来源：坎帕波尔、施乐和艾伯森的统计分析，全球经济数据库，标准·普尔500数据库，联邦保留资料，汤姆森经济数据库

图1.1再现了坎帕波尔和施乐的统计分析结果，表示出1872～2005年的价格收益比，使用的还是标准·普尔500指数和考勒斯数据。

我把他们的论文研究了好几年，以确保我的发现切中要害。2000～2002年的数据恰好支持了“高价格收益比是不好的”这个理论，所以从这点来说，我们跟他们的水平也差不多。这条斜线的威力并不是很大，因为很容易看出图中的那些点并不是密集地围绕在直线周围，这些点的分布像是受大风影响的射击结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计算困难

坎帕波尔和施乐的工作建立在把价格收益比的定义歪曲的基础之上，他们提出了一个新术语——价格平均收益比，价格平均收益比是以每股的价格除以“实际的”10年平均收益。“实际的”意思是经过通货膨胀调整之后的数据。他们采用的数据看似很公平，但是这不是原先意义上的价格收益比，是这样的吗？假如按他们的定义，该使用哪个通货膨胀的定义呢？我敢打赌你会使用类似消费价格指数一类的数据。出乎意料的是，他们使用了只有专家才懂的批发价格指数，这种指数的引进又导致了理解上的障碍。所以，他们所说的不是大家印象中的价格收益比，他们使用的是10年来建立在通货膨胀调整、人们无法想象的通货指数基础之上的平均值。

被坎帕波尔和施乐歪曲之后的价格收益比给社会带来了一种错误的观念——高价格收益比意味着低回报、高风险，这一观念受到了人们的热烈追捧。

在数值统计中，有一种计算工具叫“拟合优度”，它反映的是两个变量之间的相关性，即一个变量的改变会引起另一个变量的改变。在坎帕波尔和施乐的回归分析中，拟合优度是0.40。这个数值表示的意思是，40%的股票收益跟“价格收益比”这个因素有关，当然这里指的是被坎帕波尔和施乐重新定义之后的“价格收益比”。从数值统计上看，尽管这个结果不占压倒性的优势，但也不算差。

因果关系与相关系数

在具体实践三个问题的操作时，你必须具备基础的数值统计能力，这些能力可以在这里学到，很容易掌握。我们可以用相关系数和拟合优度创造奇迹，有了这两个工具，我们能在很多案例中，可靠地证明两件事情是否有联系。你所需要的工具是因特网、Excel软件，如果你擅长计算，用纸和钢笔也行，不过让电脑来运算更方便一些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，我们需要获得一些有用的数据。打个简单的比方，我们想知道过去10天中股市与市场的相关性有多大。想用10天的时间来了解任何东西都是不够的，我们这么做是为了精简数据，便于计算。

步骤1

登陆雅虎！访问http://finance.yahoo.com能得到经济数据。当然，如果你有很丰富的上网搜寻信息的经验，也可以使用自己觉得适合的其他数据源，只要你知道怎样下载数据、怎样把数据粘贴到Excel表格中即可。

点击“标准·普尔500”的链接，这些链接是很醒目的，往往在页面的左边。

点击“历史数据”的链接，它也是在页面的左边。

点击“日常”价格一栏，选择一个短时期的框表（你可以选择任何自己中意的框表，只要跟第二个步骤选择的时段一样就行。我选择的是2006年1月1～10日的时间段）。接着点击“获得数据”的链接。然后选择“粘贴到图表”。Excel会冒出关于显示日期的设置。

复制粘贴“日期”和“调整后数据”这两栏到新的一份Excel表格中。此时，你还不需要其他数据。注意，你遗漏了周末和假期的数据。（你需要“调整后数据”是由于股市分股和红利的调整缘故。）

步骤2

回到雅虎！搜寻有关财务和任何股市的报价方面的数据。我使用的是通用电气（GE）数据，因为它比较可靠。当股市页面出现时，点击价格图表，继续用上面讲过的步骤找出历史价格。把这些数据复制到同一张Excel表格中，放在标准·普尔500数据的旁边。你的表格看起来应该是这样的：

	A	B	C	D
1				
2	日期	相关系数	相关系数	
3		标准普尔500	通用电气	
4	10-01-06	1289.69	34.67	
5	9-01-06	1290.15	34.86	
6	6-01-06	1285.45	34.94	
7	5-01-06	1273.48	34.71	
8	4-01-06	1273.46	34.80	
9	3-01-06	1268.80	34.85	
10				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是很难，对吗？

步骤 3

现在，你不要因为看到下面的方程式而反感，因为其实你并不需要它，我只是把它当笑话来讲。但是从技术上说，这是如何计算相关系数的方法：

$$P_{xy} = \frac{\mathrm{Cov}(r_x, r_y)}{\sigma_x \sigma_y}$$

即使你学习数理统计有 6 个多月了，你也不用亲自动笔计算。回到 Excel 表格中，在任意一个空格中点击一下，找到菜单“插入”，选择“函数”。选择“统计”这项。拉下卷轴框，选择“CORREL”这栏。Excel 软件会为你启动一个神奇的程序，帮你计算相关系数。



对话框中要填入两行数列，那么你就输入已有的两栏数据。点击每个数列格中右边的按钮，它允许你点击、拖移你想要输入的数据栏。你可能要多试几次才能掌握。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在你把数列输入相应的单元格后，点击“确定”，接着只听“嗒嗒”一声，相关性系数出来了。不需要做任何艰深的数学题或者破译那个方程：

C10　fx =CORREL(B4:B9,C4:C9)

	A	B	C	D
1				
2	日期	相关系数	相关系数	
3		标准普尔500	通用电气	
4	10-01-06	1289.69	34.67	
5	9-01-06	1290.15	34.86	
6	6-01-06	1285.45	34.94	
7	5-01-06	1273.48	34.71	
8	4-01-06	1273.46	34.80	
9	3-01-06	1268.80	34.85	
10			0.028494	

这个相关系数告诉你，在你所选择的时间段内通用电气的变化与标准·普尔500指数之间的联系有多大（可能很小）。接近1的数值表示相关性非常大；接近−1的数值表示相关性非常小；接近0表示两者没什么关系。记住，光看短时间的数据是不能为你的理论假设提供依据的。

步骤 4

接下来要做的事情听起来很麻烦，但事实上并非如此。要了解两个变量之间的相关性，你还要做回归分析、计算拟合优度（R–square）。别担心，做起来要比听上去简单得多，把相关系数平方即可。如果相关系数是0.5，拟合优度就是0.25（0.5 × 0.5=0.25）；如果相关系数是0.85，那么拟合优度就是0.7225（0.85 × 0.85=0.7225）。

这个拟合优度反映了某个变量的变化结果百分之几归咎于另一个变量的变化。如果拟合优度是0.7225，就是说一个变量变化结果的72.25%是由另一个变量引起的。

现在，你已经能通过计算相关系数，揭示某些不存在的因果关系，而且能知道很多他人不知道的秘密。

我们把1872～2005年的价格收益比与紧接着10年的股市收益进行研究，发现拟合优度是0.20。所以，价格收益比对未来10年的股市收益结果只有20%的影响——在统计中，0.20表明随机性很大。也就是说，还有我们未知的因素对结果的影响力度达80%。我不会根据0.20的拟合优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度就作出投资决定，你也不会。换个说法，坎帕波尔和施乐的拟合优度是0.40，而我们的是0.20，之所以他们的数值比我们的高出1倍，是由于他们对价格收益比作了不同的定义。

看清价格收益比的真相并不困难，只要雅虎提供的经济数值和一张Excel数据表就可以得出这样的结论。这不是什么神话，而是多数人都可以办到的事实，我们不需要深奥的数据统计，也不需要数学分析。

如果价格收益比的说法确实可行，那么谁还会关心未来10年的股市收益呢？投资者想要的是今年或者明年的结果，越快越好，而不是从现在开始的10年内的结果。如果在1996年，你知道接下来的4年股市将会是一个如1929～1932年的熊市，你会关心10年后的股市收益吗？你会愿意错过连续几年的股市上涨时期吗？你愿意在股市低迷的几年里持有股票吗？如果我很肯定地告诉你，在2007年之后的10年将会是一个总体来说股市高收益的10年，只是接下来的两年情况不好，你现在会投资吗？不可能！当你以短期收益为目的来看待价格收益比时，我可以肯定地说，高价格收益比意味着高风险这个理论瓦解了。

而且，预言股市的长期收益结果几乎是不可能的。因为股市的长期

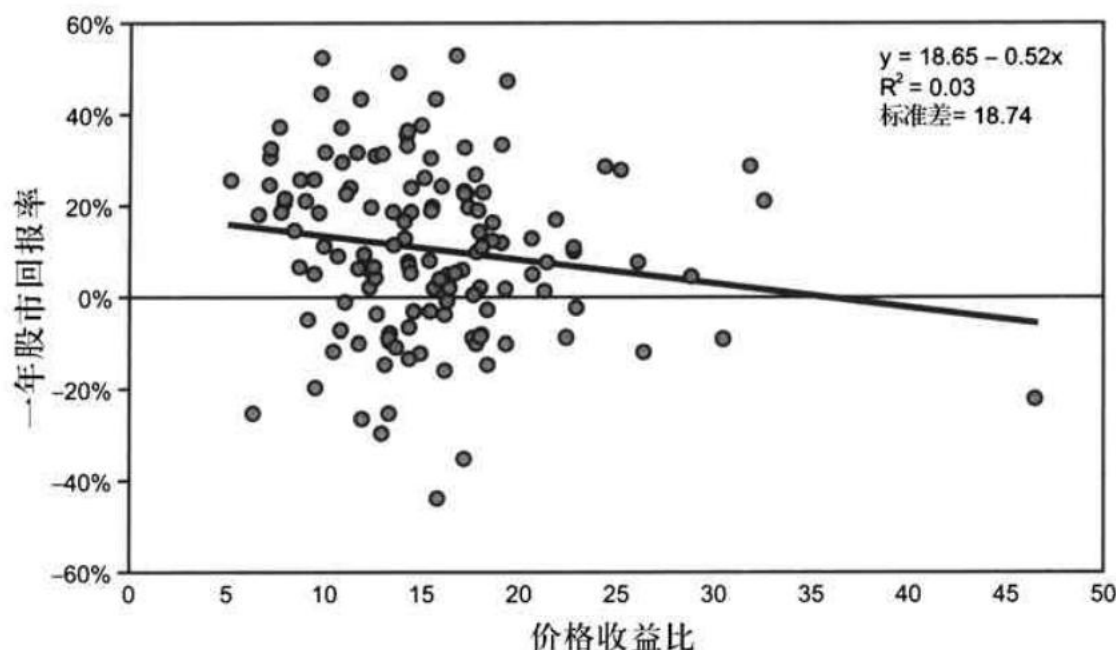


图1.2 年回报率与价格收益比的关系（1872～2005年）
来源：坎帕波尔、施乐和艾伯森的统计分析，全球经济数据库，标准·普尔500数据库，联邦保留资料，汤姆森经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格主要是由很长远的证券供应决定的，这个因素以我们现在的知识是无法讨论的。一些搞学术的朋友听到我这么说很生气，不过当某人生气时，表示他害怕了，只是不愿表露出自己的恐惧而已。我想这种情况的产生，是由于很少有科学家真正致力于证券的供求变化问题研究。然而，从定义上看，决定价格的正是供求变化。尽管供求关系是经济学的基础，但是迄今为止，这个领域研究的成果还是很微小的，将来可能会有巨大的发展。

现在，让我们再回顾一下散点图，这次我们使用1872～2005年间正常的、没被加工过的价格收益比，以及随后一年的股市回报率（见图1.2）。我们看到的是一条趋向更加不明显的线，图中杂乱的散点如同用枪胡乱射击的结果。这表示出一种相关性吗？拟合优度是0.03，没有相关性。如果拟合优度是0.20时，表明随意性很强的话，那么拟合优度是0.03时，完全就是随机性了，纯粹的随机性。

在不存在相关性的地方找出相关性，需要你具备独特的眼光，图1.2中显然不存在相关性。在开始尝试凭借自己的力量颠覆神话时，您不一定非得是个电脑高手或者斯蒂芬·霍金的忠实拥护者。如果你想用极端复杂的数学方法来试图说明市场神话的真实性，你的假设很可能就是错的，越是依靠各种数据和专业分析，你的结果越有可能科学性不强。

奇怪的现象

我们已经证明了高价格收益比与股票市场的反馈没有关系，尽管如此，还是有一些人不甘心放弃“高价格收益比等于股市下跌”这个观念。换一种思考方法，你可能会惊奇地发现连续几年的高价格收益比能带来丰厚的回报，而且，无论股市形势是良好还是较差的几年中，高价格收益比伴随着一年的收益，这也是不错的结果。这些结论虽然没有经过数学统计，但是至少能缓解一下你高度紧张的神经。

还需要更多的证据吗？图1.3描述了价格收益比与随后一年的股市年收益率的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

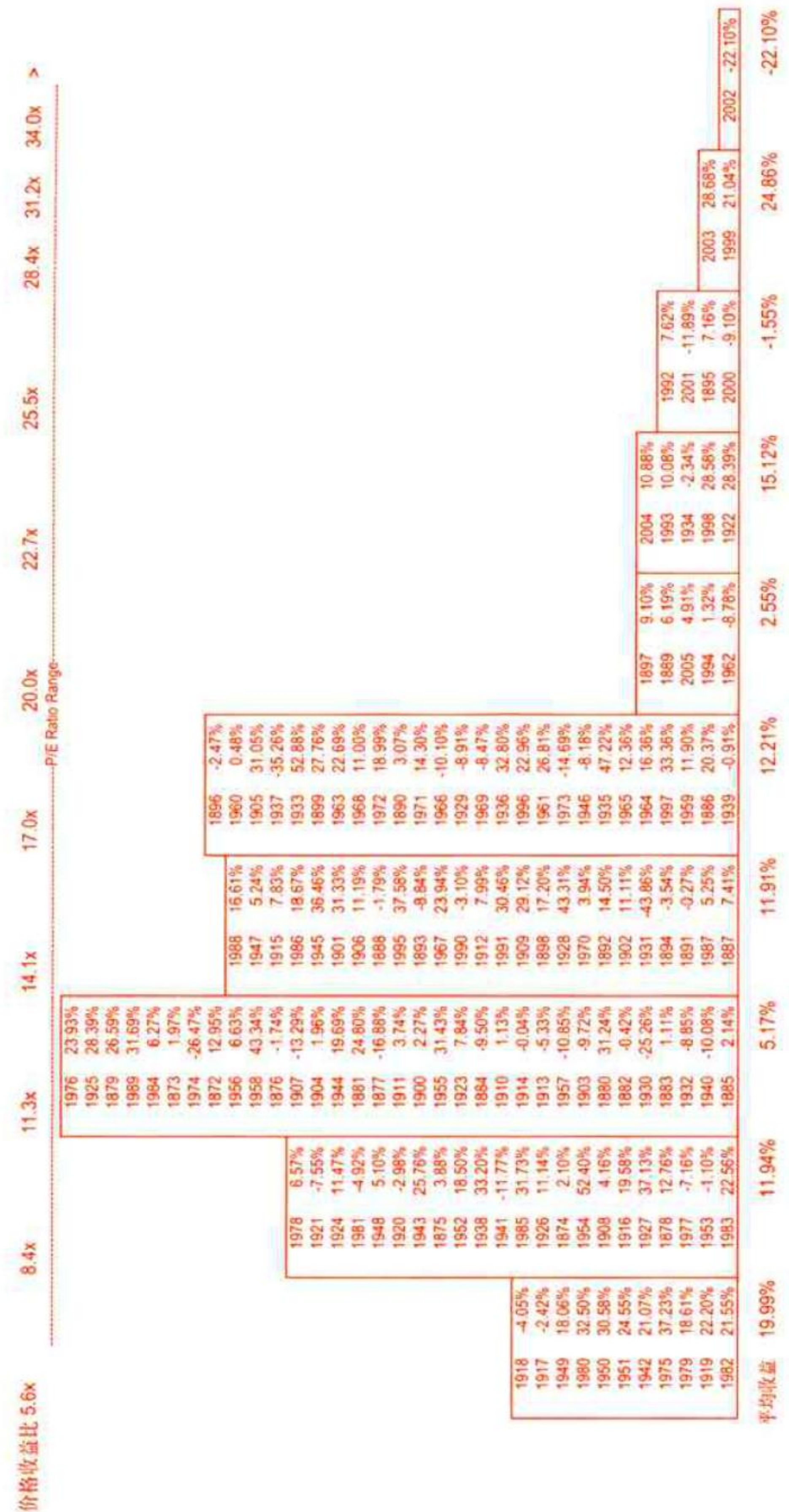


图 1.3　134 年间价格收益比与股市回报率
来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，我将详细说明这个图是怎么做出来的。我记录了1872年1月1日至2005年12月31日美国每年宏观股市的价格收益比，按价格收益比从低到高的顺序排列年份。接着开始归类，把不正常价格收益比的年 份放到间隔中，把正常价格收益比的年份放在钟状图最粗的地方，价格收益比高的年份和价格收益比低的年份放在两边。再次声明，你不需要具备高级的统计知识。这个钟状图中，价格收益比高于20的算作“高”。

当你记录过去134年间的价格收益比和随后的股市回报率时，会出现一些奇怪的现象。很吃惊吗？在价格收益比低于20时，大多数双位数年份的股市都是以令人恐惧的幅度下跌的，而并不是如人们所想象的这种情况只会发生在价格收益比较高的时候，股市大幅下跌多数发生在价格收益比低于平均水平时期。在过去的134年里，有19次股市的总回报率达到−10%以下的，其中有13次，即这些最糟糕情况中的68%发生在中低价格收益比的范围内，16.5%发生在钟状图的中间部位。只有两次，在2001年和2002年，很偶然地发生在价格收益比高于20的范围内。每个人都能从网上获得这些数据，每个人都能做这样的排列，不需要精深的数学知识，只需一点点付出——因为这对持有固有观念的人来说，是需要很大的勇气的。

所以，双位数年份的股市大幅下跌也不一定伴随在高价格收益比之后。但是人们却对先前的说法深信不疑，这其中必有一些深刻的原因。高价格收益比股市肯定比低价格收益比股市容易下跌，即使不是很大幅度的下跌。对吗？错了。在过去的134年中，有117年的价格收益比是低于20的，结果有35次股市的反应是消极的，占了29.9%。而在价格收益比等于或者高于20的17年里（历史性的最高记录），有5次股市下跌，占了29.4%。即使不是统计专家，也可以看出，无论高价格收益比股市还是低价格收益比股市，走势都很难预测。而且，在这5次高价格收益比股市的消极反应中，股市的衰退还是属于良性的：2000年的−9.1%，1962年的−8.8%，1934年的−2.3%。高价格收益比是有利的，这个说法是否可信现在还不好说，至少我敢说高价格收益比并不像过去那样令人恐惧了。

这里有个可以重复使用的小测验。有人告诉你，在美国股市中，X导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致Y——如价格收益比那个说法，甚至有数据分析。如果这个论断在美国市场环境下是正确的，那么它对多数国外发达市场同样适用。如果在其他西方市场这一论断并不适用，那么关于资本市场的论断是不对的，对于美国市场来说这一论断也是不正确的，它只是一个偶然的结果。如果你把刚才用于统计美国股票市场的钟状图用于统计其他国家的股票市场，你会发现除了在英国确实是低价格收益比较好外，其他国家的随机性跟美国差不多。当别人告诉你美国市场的某种运作模式时，最好进行交叉检验，看看在美国以外的国家是否遵循同样的规则。因为如果美国以外国家的市场不是这样运作的，那么同样不会给美国市场带来深刻的影响。

有些人会说：你应该用正确的方式看待高价格收益比问题（警告：已有人尝试过用改造定义的方法来支持这个观点，但不可靠）。举个例子，他们或许同意“高价格收益比不比低价格收益比差”这个观点，但是当价格收益比超过某个限度时，风险会剧增；低于某个点时，风险会剧降。

例如，他们会说，市场的价格收益比高于22时是不好的，低于15时是好的，处于两者之间时，最困扰投资者。这也很容易检验。你可以一直关注市场的价格收益比高于22的时候，假设你在价格收益比到达某个点时将股票卖了然后又买了，无论你选择了哪个点，最后都不可能在美国的长期买入并持有模式中盈利。对海外市场来说也是一样（除了英国，在市场价格收益比较低时有很多种办法盈利——但是这只在英国，也许是一种偶然巧合）。

假设你在市场的价格收益比达到22时卖出股票，在它降到15时买进股票，这种方法明显落后于买入并持有方式。如果你把22改为23呢？依旧落后！那么把15降到13或者升到17呢？还是落后了。而且在国外是没有买入并持有这种方式的。你可能不相信，想证明我的说法是错误的。要证明我是错误的，你必须找到一个买入并持有的规则，这个规则能使投资者在今后的1～3年内在市场上立于不败之地。

在2000年、2001年、2002年，高价格收益比导致了很差的股市收益，但我们可以找到与此相反的例子，例如在1997年、1998年、1999年和2003年。所以上述关于投资的说法是没有依据的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学会从不同角度看问题

投资者之所以成为股市奇谈的牺牲者，是因为他们用人们广为接受的方式和正常的思维看待股市“真理”，他们接受的教育方式就是如此。一旦你的想法有点偏离正轨，即使是稍微偏离一点，例如画一画钟状图、研究一下国外资本市场是否有相同现象，你就会发现所谓的“真理”都不可靠。验证股市中的普遍说法时，你要试着从新的角度去考虑。偏激一点，有创造性一点，尝试着去颠覆那些固有观念，对它们进行彻底分析。不要依靠直觉，不要用常规思维看问题，只有这样，才能发现远超乎你的直觉所能认知的结果。

我们来看一看为什么高价格收益比并没有给股市带来巨大的损失。大多数投资者看到高价格收益比的股票时，会认为相对于该公司的收益来说，价格太高了。顺着这样的思路，如果价格与收益的比值太大，那么这支股票一定是定价过高了，接着肯定会下跌。但这些人忘了一件事，那就是价格收益比中价格不是唯一的变量。

出现高价格收益比之后的几年内，股票利润往往比价格还要涨得快。而股市在出现低价格收益比之后的几年中，经常会出现我们意料之外的低迷期，收益几乎为零。事实上，在 1929 年出现了历史顶峰，价格收益比很低，因为即将消失的收益在当时太高了，导致 1929 年的价格收益比非常低。

我们在买股票的时候，买的是未来收益，有时我们还想比别人做更多的投资。在高价格收益比的市场中，收益往往超乎我们的预计，在获得收益之前，股票价格往往相对较高。只要改变一下思路，想一想价格收益比中分母的变化，你就能找到固有经验错误的根源了。

高价格收益比危险，低价格收益比安全，人们还是相信这个说法。但是深入研究就会发现，高价格收益比股票并不比低价格收益比股票糟糕。为什么这个理论还这么有市场呢？因为人们的思维保守且反直觉，重新发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起争论或者颠覆已被市场接受的观念，都是令人痛苦的。但我们还是必须接受事实。

我们的祖先是怎样处理的

现在，我抽取第三章的一点内容，重点讨论我们的大脑在价格收益比问题上是如何误导我们的。人们害怕高价格收益比有遗传上的因素。虽然我无法证明，但我相信这是不会错的，而且你们无法证明它是错的。在看待问题时，我采取了不同的方式。你通过遗传从你的父母身上获得了大脑的基因和信息处理器官，你的父母也是从他们的父母身上获得大脑基因和信息处理器官，远祖的头脑适应于处理某些特殊类型的信息，处理过某种困难的基因成功地遗传下来了。这个推理如果不正确的话，你和我都不会存在了。那时，不能妥善处理棘手问题的人是不可能有子孙留在现在这个地球上的。

我们的大脑不是生来就能应付、处理股市的，大脑只能应付、处理人类生存的基本问题，其中一个问题就是高度问题。如果人们从相对较高的地方掉下，死亡或者残废的几率急剧上升。越高的地方，危险性越大。从0.6米的地方跳下，算是跌了一跤；从3米的顶上跳下，对10岁的孩子来说不算难，但是对老年人来说则意味着骨折；从12米的地方跳下，通常会死；从120米的地方掉下就必死无疑。对于高度，人们掌握得非常到位，知道越高危险越大，越高意味着跌得越惨，这种观念转移到了价格收益比上。人们认为高价格收益比潜藏着下跌的危险性，而把低价格收益比视作离地很近的地方，所以它不容易让人受伤。

预览问题三

当市场的价格收益比高于平均水平时，多数投资者都会得知这个消息。即使你不知道价格收益比代表什么，也会有人主动告诉你某些天股价高得令人感到恐惧。这种来自于高度的恐惧以及对遭受损失的过度担心，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可以用行为经济学的理论来解释：人们对于损失的厌恶程度超过对于获利的喜爱程度。

人们总说投资者都是厌恶风险的，这不完全正确。应该说，投资者厌恶经济损失。行为经济学领域的两个开拓者，丹尼尔·卡纳曼和已故的艾莫斯·特福斯基，证明正常的美国人讨厌损失的程度是他们对获利的喜爱程度的2.5倍。也就是说，投资者在财产损失时所感到的痛苦比他们在获得利益时所感到的愉悦要强烈得多。我们都深有同感，这正代表了股民的心态。正因为如此，投资者为避免损失所做的努力要多于为获得利益而做的努力。

如果投资者认为额外的风险能帮他们避免可能遭受的损失，那么他们就愿意承担额外的风险。丹尼尔·卡纳曼和艾莫斯·特福斯基在“前景理论”中描述了这种现象。他们发现，正常的投资者混淆了现实中的风险和感知中的风险，竭尽所能地避免损失的可能性。长期以来，投资者深信不疑的损失与高价格收益比股市是相互联系的错误理论，让他们感到害怕，原本相对是低风险的股市环境让他们惴惴不安。这种现象在熊市低谷时期也是同样作用于人，在风险已经消除并且前景看好的熊市末期，投资者会产生恐惧症。投资者的感觉失灵了。

对于这种观点，投资者尤其是认为自己是“价值投资者”的人，会采取暴力行动或产生近似于宗教情绪的反应。他们往往抓住一根救命稻草，否认自己被大脑中的偏见影响了。为了反驳，他们声称这种现象的发生是由于经济衰退末期利润被压制而导致了过高的价格收益比。其实不是这样的，这种情况确实会发生，但还远不是普遍现象，正如在1996年、1997年、1998年、1999年它是不适用的。为了找个托词，投资者说股市是无规律可循的。

如果能颠覆，就颠覆

我已经说明了如何运用问题一来澄清深深根植于大脑中的错误观念，当你亲自实践时，应当检验一下自己的理论，确定自己的检查是否详细全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面。一个合格的科学家在得到一个问题的答案后是不会就此停步的，他会从各个不同角度重新审视这个答案。

首先，对你的发现要持实事求是的态度，不要草率下结论。例如，某人在考虑了前面的数据之后马上就创造了一条规律——高价格收益比预示着高于平均水平的股市收益。也不要沉迷于寻找证据，这里呈现的证据已足够颠覆股市中大多数关于价格收益比的错误说法了。任何事情发展到极端总是会出现问题，你越是嫌证据不够、证据不充分，越是无法作出明智的决定，甚至赢的次数还不如输的次数多。最终，你会觉得价格收益比跟将来的结果毫无关系。

其次，如果你的诸多结论中，只有一个结论支持你的假设，那么无论它多么显著，也只是一种巧合，不是必然的。这个道理在任何研究中都是正确的。谁都不会根据偶然性下赌注。例如，你可能尝试着证明高价格收益比会带来低风险和高回报。是的，高价格收益比有时的确能带来丰厚的回报，但这仅仅是一个有趣的现象、一个可能的巧合，还没有足够的证据证明这个结论的正确性。一旦你开始做假设和验证，就要找出尽量多的事实来验证。

现在我们已经知道，价格收益比并不能预示股市的前景。要证明这点，我们又该借用第二章问题二中的内容了。从价格收益比中我们能挖掘哪些别人发现不了的秘密呢？有一个屡试不爽的方法，能使你把情况看得更透，并且发现别人发现不了的信息，那就是从不同的角度看问题。怀疑自己的固有观念，才能有效地检视自己的信念和结论，看看自己能发现什么。

我们继续以价格收益比为例，从头检验这个概念，看看能发现什么新的东西。把收益放到分数线的上面，价格放到分数线的下面，我们得到了一种不同形式的结果——收益价格比，更好的说法是收益率，它是价格收益比的倒数。投资者习惯于使用这个新的公式计算债券或现金的报价收益。我们再把价格收益比倒过来，看一下收益率，从另一个角度进行比较。表1.1表示的是如何把价格收益比转变为收益率。价格收益比为20表示的是20美元的价格除以1美元的收益，所以收益率是1/20或者5%。当你从收益率的角度来考察这个结果的时候，发现它与利率有相似性，而那个令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人害怕的高度模型则不见了。价格收益比为20使人胆战心惊，但是5%的收益率却不会令人害怕。

表1.1 什么是收益率？

价格/收益 →	收益/价格 =	收益率（%）
33	1/33	3%
25	1/25	4%
20	1/20	5%
15	1/15	6%
10	1/10	10%
7	1/7	14%
5	1/5	20%

尽管股市和债券都在争夺投资者，但把债券收益比与股票收益比进行对比是比较有效的。假如在一个市场中，价格收益比是20，很多人会说这个数字看起来太高。那么你会怎么看待5%的收益率呢？如果债券的利率是8%，5%的收益率对你来说可能不是很有吸引力，但是如果债券的利率是3%，它对你就有吸引力了。现在我们把收益率与债券利率作个比较。

在你认为股票的5%收益率低于美国国库券的6%利率前，要考虑到税收这一因素。股票收益率是公司付完税款后通过出卖股票扩张资本计算出来的，因为价格收益比是缴税后的数据，所以收益率也是缴税后的数据。公司可以通过出卖股票或者发行公司债券获得扩张资金。但是如果发行公司债券，利息必须扣除收入税，即公司债券的利率是在缴税之前计算出来的，而收益率是在缴税之后计算出来的。

假设股票的价格收益比是20，公司是一个普通的公司，这意味着一个BBB等级公司的债券利率。在2006年中期，它能用6%的利率吸引10年的投资。假设税率是33%，那么缴税后，6%的利率事实上只有4%。股市的收益率是5%，是扣除缴纳的税款之后的数据。所以对公司来说，发行利率4%的债券比出卖收益率为5%的股票合算。公司债券只有在利率升到7.5%之后，出卖价格收益比是20的股票才比较合算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资者看来，情况就不同了。股票的收益率不比缴税之后的债券利率高就已经很有吸引力了。在你买股票时，你总会假设随后的股市上涨会使得未来的收益提高。股市有时升高，有时降低，但是债券是固定的，它通常不会上升。只要你持有债券的时间足够，就能获得利息。当你购买股票时，实际上是在购买未来的平均收益率。

而你购买债券的时候，未来的平均收益就是现在的收益。这样，即使现在的股票收益率不比债券利率高，股票的吸引力也是相对较高的。

当股票收益率高于债券利率时，股票相对于债券来说异常低价。换种说法：股票相对便宜。

公司债券利率的涨跌取决于政府债券利率的波动。政府债券利率的大幅度波动会影响公司债券利率的浮动。图1.4是股市收益率与政府债券利率的比较，可以发现，当股市收益率达到或者高于政府债券利率时，随后几年股市就要大涨了。

一般说来，买股票最好的时机是当你认为它们价格便宜但其他人认为它们价格贵的时候。自2002年以来，美国股市的收益率一直高于债券利率，所以股市达到历史性最低价——但是大多数人还是认为它们价格高，因为它们的价格收益比高于历史平均水平。回忆一下20世纪80年代初，

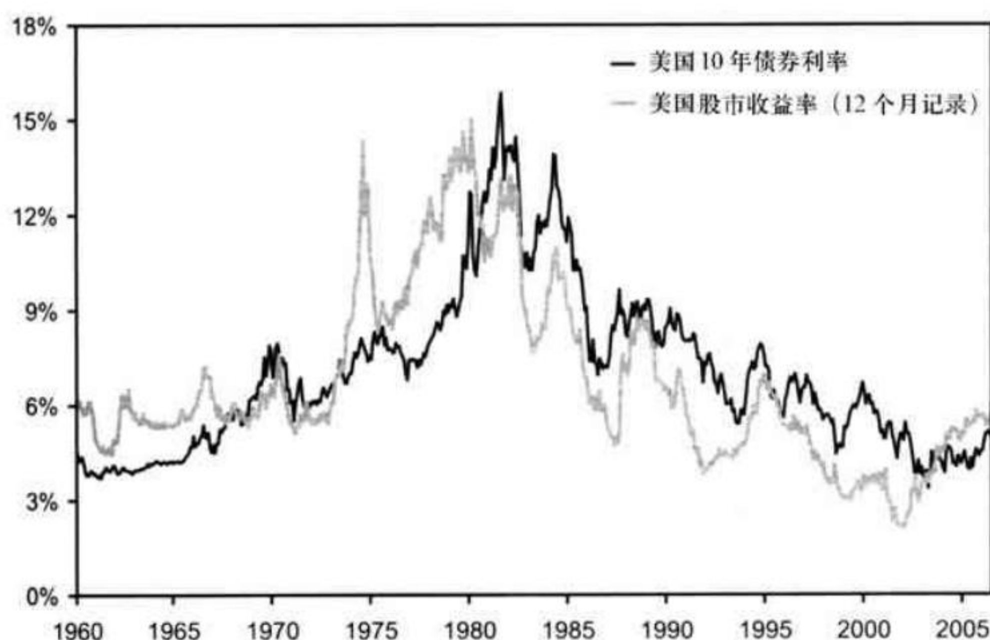


图1.4 美国10年债券利率与股市收益率的比较
来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

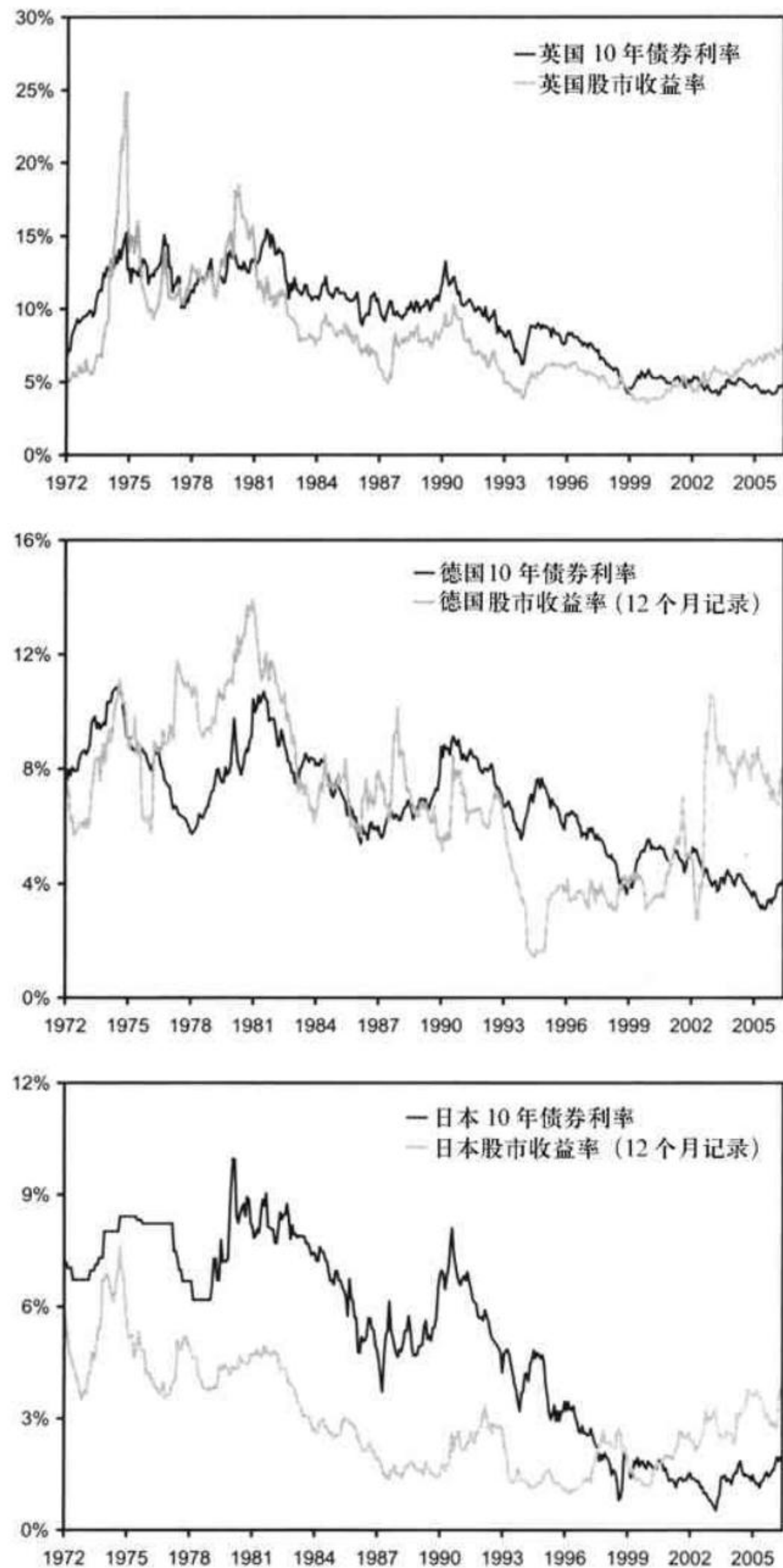


图1.5　英国、德国、日本10年债券利率与收益率比较

来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在收益率高于债券利率之前发生了什么——连续几年的高于平均收益的股市回报，大多数涨幅超过两位数。

这些年我们可以看到，全世界的股市收益率都超过债券利率，美国以外很多国家也是这样，同样也是不正常的。最近几年，与长期利率相比，股票呈现全球性低价，低于过去25年的水平（见图1.5）。

在英国和德国，当股票收益率高于债券利率时，会导致高于平均水平的股市回报。最近，日本的股票收益率高于债券利率，日本的股票市场正处于强劲的股市收益繁荣期。

实在错得离谱时

我们已经讨论了一些被投资者奉为真理的说法，或者想象中存在的而实际上并不存在的相关性。既然这些说法是错误的，那么与之相反的结论就是正确的么？有时候，在你自问问题一时，你发现自己不仅错了，而且大错特错。别苦恼，发现自己的错误，揭示一个伪真理，这给了你另一个战胜股市的机会。一个投资高手，能确定地知道每个人都对将来要发生的事在判断上会出现失误。

对你来说，要判断自己和投资同伴们获得的信息是否完全错误是很困难的。但是总有一些被误导的投资者，他们总是坚定地持有一些错误的观念，要是你向这些观念质疑，他们会认为你是在向神话挑战。假如你的论证过程不是为了证实它们的可靠性，他们会义愤填膺、流言相加，你甚至可能被驱逐。这些神话，无人敢质疑的问题，正是我们要寻找的错误，与它们相反的结论很有可能是正确的。

联邦预算赤字奇谈

你可能认为联邦预算赤字数字越大对股市越不利。每个人都知道预算赤字是不好的，可是我们怎么会产生这种看法呢？我们之所以这么认为，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为每个人都这么说。权威们，政治家，爱国者，性变态，打扑克的，你养的长尾小鹦鹉，还有斯恩·潘、布拉德·皮特、道利·帕屯，每一个人都知道！更主要的是，每个人都坚信不疑，所以不可能有质疑的理由。我的意思是，你怎么能质疑斯恩·潘和布拉德·皮特呢？正因为这样，这些为人们所坚信的信条是用第一个问题来检验的"最佳候选人"。想知道我们的固有观念中哪些是错误的，最好的方法是重构我们的信念，或者重新审视这些观念，诘问自己。

巨额财政预算赤字是好的吗？对股市有利吗？

如果你大声地问这个问题，可能会有人用一个捕蝴蝶的网把你罩住，把你拉进舒适、安全的精神病房。坚信预算赤字是不好的，这是西方世界的智慧和文化，甚至是我们市民的职责。赤字从拉丁字源来说，就是缺少。为什么要质疑几千年来人们一直相信的观点呢？因为它错了。我们在还是孩子的时候就知道，欠债是不好的，债越多越不好，负债累累意味着一个人的道德出现问题。在感恩节的晚上，我们吃完火鸡、饼干、喝完苹果汁，接着聆听长辈关于欠债是不道德的教诲，然后才能上床睡觉。

作为社会的一员，从道德上我们反对欠债。赤字意味着债务，认为预算赤字不好不仅是美国人的观念，其他西方发达国家的人们也如同美国人一样害怕财政赤字。在某些国家，这种情况更为明显。

这种担心有必要吗？回顾过去15年，美国只有4年的财政是盈余的。在19世纪90年代末期，财政盈余的那几年，股市达到了顶峰，结果熊市开始出现，经济随之衰退。这个经济衰退是暂时的，程度也不严重，但是熊市却持续了3年并且波及范围巨大。很明显，财政预算盈余并没有带来股市的高收益。如果没有确凿的证据支持财政赤字对股市不利这个理论，那么你还会认为它会对股市有利吗？

从表面上看是这样的。图1.6反映的是自1947年以来联邦政府每年的财政预算占当年国内生产总值的百分比。在水平线以上的是财政盈余的年份，在水平线以下的是财政亏损的年份。我们可以看到高峰和低谷交替出现。结果是出人意料的，出现严重的财政赤字之后，股市收益是最高的，比在财政盈余顶峰甚至赤字减少时期都要高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

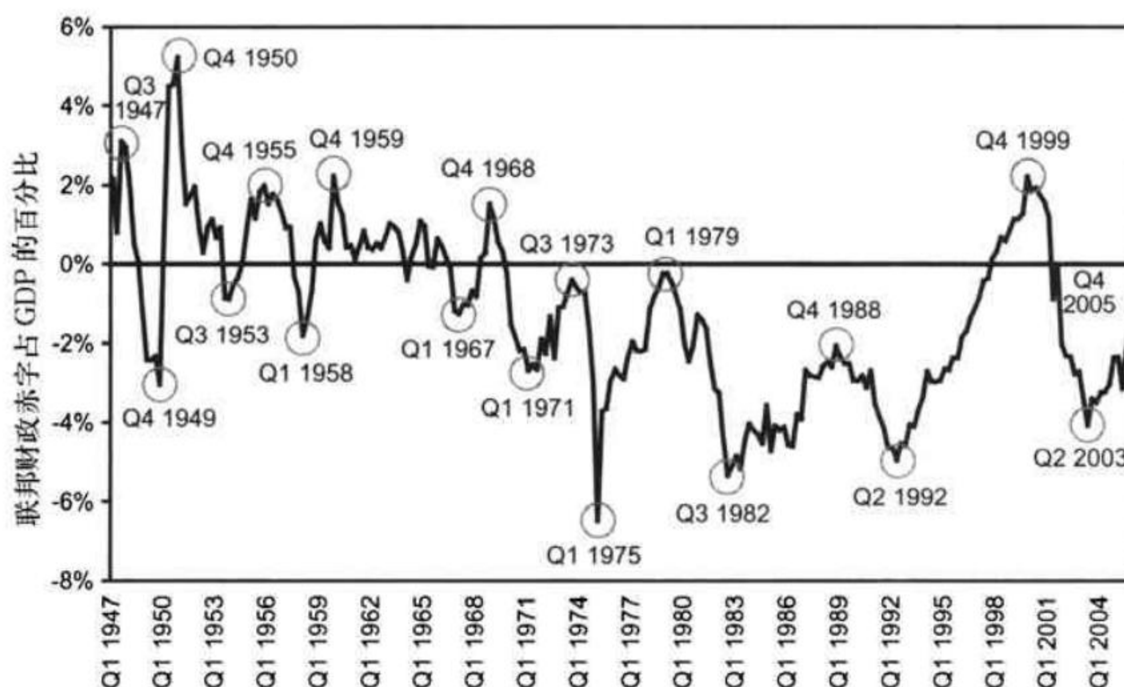


图 1.6　财政赤字对股市有利
来源：白宫，经济分析局

表 1.2 记录的是在财政盈余和亏损之后股市价格的回馈情况。请看“12个月”那一栏，把预算盈余之后的股票回报与财政赤字之后的股票回报作比较，你愿意活在哪个世界？一个平均回报率达 22%，另一个则是 0.8%。再看“36 个月”这栏，与财政盈余时 9.2% 的回报相比，糟糕透顶的财政赤字却带给你将近 36% 的平均回报。吃了一惊吧，事实是这样的：自 1947 年以来，如果投资者在联邦财政赤字严重的时期买进股票，那么在随后的 1～3 年中获得的收益都是高于平均水平的，比在财政盈余时期买进股票得到的收益要大得多。在财政盈余时再买股票就会跌进低于平均收益的陷阱里了。

如果现在你觉得财政盈余对股市来说并非好事，那么你总算领悟了。财政盈余不是万能药，它只会导致市场衰竭，别指望它了。

传统观念把财政赤字描述为一个巨大的锚，使经济抛锚，政府负债累累。政府作为消费者，我们总是很小心，不在自己的账户中透支，觉得政府也应该这么做。很多政府官员企图让大家觉得财政赤字必须减少，而且事不宜迟，没有哪个政府官员会说负债越多越好（政府官员经常呼吁削减税收，这样其实是增加财政赤字）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1.2 财政预算平衡之后的股市收益

高值 时间		随后标准·普尔500价格回报 12个月	24个月	36个月	低值 时间		随后标准·普尔500价格回报 12个月	24个月	36个月
第三季度1947	Annualized	2.6%	1.6%	8.8%	第四季度 1949	Annualized	21.8%	19.1%	16.6%
	Cumulative	2.6%	3.2%	28.8%		Cumulative	21.8%	41.8%	58.6%
第四季度1950	Annualized	16.5%	14.1%	6.7%	第四季度 1953	Annualized	45.0%	35.4%	23.4%
	Cumulative	16.5%	30.2%	21.6%		Cumulative	45.0%	83.3%	88.1%
第四季度1955	Annualized	26.4%	13.9%	3.6%	第一季度 1958	Annualized	31.7%	14.7%	15.6%
	Cumulative	26.4%	29.7%	11.1%		Cumulative	31.7%	31.4%	54.5%
第四季度1959	Annualized	-3.0%	9.3%	1.8%	第一季度 1967	Annualized	0.0%	6.1%	-0.2%
	Cumulative	-3.0%	19.5%	5.4%		Cumulative	0.0%	12.5%	-0.6%
第四季度1968	Annualized	-11.4%	-5.8%	-0.6%	第一季度 1971	Annualized	6.9%	5.4%	-2.1%
	Cumulative	-11.4%	-11.3%	-1.7%		Cumulative	6.9%	11.2%	-6.3%
第三季度1973	Annualized	-41.4%	-12.1%	-1.0%	第一季度 1975	Annualized	23.3%	8.7%	2.3%
	Cumulative	-41.4%	-22.7%	-2.9%		Cumulative	23.3%	18.1%	7.0%
第一季度1979	Annualized	0.5%	15.7%	3.3%	第三季度 1982	Annualized	37.9%	17.4%	14.8%
	Cumulative	0.5%	33.9%	10.2%		Cumulative	37.9%	37.9%	51.2%
第四季度1988	Annualized	27.3%	9.0%	14.5%	第二季度 1992	Annualized	10.4%	4.3%	10.1%
	Cumulative	27.3%	18.9%	50.2%		Cumulative	10.4%	8.9%	33.5%
第四季度1999	Annualized	-10.1%	-11.6%	-15.7%	第二季度 2003	Annualized	19.1%	6.3%	26.6%
	Cumulative	-10.1%	-21.9%	-40.1%		Cumulative	19.1%	8.6%	37.6%
年平均收益		0.8%	3.8%	2.4%	年平均收益		21.8%	13.0%	11.9%
年总积累收益		3.5%	8.8%	9.2%	年总积累收益		21.8%	28.2%	35.9%

来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

讨厌的政府官员

"政治(politics)"一词，来源于希腊语"poli"，意思是"很多"；"tics"意思是"小小的吸血生物"。除非有一个政府官员站起来宣布："我奉行惯例地撒谎、欺骗、偷窃，是为了有助于我升迁，我毫不关心你们，无论是谁"，否则你对他们所说的话是绝不会相信的。这样说，可能会冒犯你——可能你的配偶正是一个政府官员，这也不是什么大问题，离婚吧！也可能你正是一名政府官员，不好意思——我无能为力了，你的思想有点问题，需要换一本书读读。

人们解决这个困扰总会有些难处。你讨厌那些混账政客大谈意识形态，你知道他们不诚实，是烦人的官僚。如果你的女儿打算嫁给这样的人，你一定会对她进行虔诚的教育，企图保护她。但是真正让你无法接受的是，当一个政府官员所宣扬的正是你所喜欢和赞同的观点时，他也是在撒谎。当然这是我个人的观点。你认为我错了也无妨。

政府官员，大多不是研究资本市场出身的，他们很多倾向于当律师，如一些总统：艾森豪威尔、卡特、里根、布什。不要把他们想象成为金融界、经济学领域的专家。他们在进入政界之前，可能是很诚实的人，但是他们依旧不是市场或者经济方面的专家，而且从来不会使用我这里所说的"三个问题"。政府官员从来不会反思自己的观念有哪些是错误的，不去探索别人无法洞察的事情，不去研究自己怎样被大脑中的固有观念误导（以上几段，我为了造成喜剧效果而言辞有所夸张，但是如果你能搞明白政客们所讲的大概97%的内容，你的投资业绩就有起色，晚上能睡得更香）。

财政赤字给股市带来有利的形势不是侥幸的，也不是偶然的，如果你能正确地理解债务和财政赤字，从经济学的理论来看，这些现象都是合理的。现在，我们先假设美国的预算赤字对股市有利，而财政盈余则对股市不利，这样，我们应该能够在其他西方发达国家找到类似的情况。

在其他发达国家，预算赤字预示着未来丰厚的股市收益，财政盈余

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意味着出现股市低谷。这不是社会经济学的论断。我们所做的是冷静地看清事实真相。人们总是受固有偏见的限制，陷入错误的观念中，就算真相摆在眼前也看不见。所以，你应该经常自问：我的观念中有哪些是错误的？

其他赤字是怎么回事？

联邦预算赤字对投资者来说，不是唯一令人紧张的因素。令人恐惧的"三重赤字"从来没有停止过制造恐慌。当我告诉你，预算赤字并不坏时，你的反应可能是轻率地否定，表情是愤愤然的，然后转换概念——说其他的一些赤字，如贸易、现金账户赤字一定不好。你经常听说过这些赤字，你一定听说它们对美元也不利。

我将和你一道在第六章、第七章仔细审视这些论断。在这里，我可以先说一下，如果你阅读了那些章节，你会永远地记住其他两种赤字也不会对股市和美元不利。有很多理论每个人都赞同，但是事实却并非如此，这是我举的另外两个例子。你听到大众传媒上关于赤字恐慌的消息后，不加证实就认为它们是正确的，媒体一发布贸易赤字数据你就退缩了，从来没有仔细问问："我相信赤字是不好的，但是这是真的吗？我怎样才能证实呢？"你心里明白，假设每个人都错了，即贸易和现金账户赤字并不意味着股市和美元的下跌，那么股市将大涨，因为赤字问题是大多数人最担心的问题。这些事情正是别人不知道而你能知道的。

相对的相对

投资者都会害怕赤字——预算、贸易及其他方面的赤字，这其中有个原因，他们没有进行相对性的思考（这是认知错误）。

他们听说美国2006年的财政预算赤字是4230亿美元，于是吃惊地说："天哪！这个数字太大了！4230亿？我没有这么多钱，比尔·盖茨也没有。"报社编辑、舆论先锋斥责对此事负有责任的人，用"破纪录"、"令

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人吃惊”、“不负责任”等词来形容财政赤字。是的，这个数字听起来确实非常惊人。但是事实真的如此吗？我们的观念正确吗？

如何正确看待这些数据呢？我们首先要弄明白的是比例问题。我们必须以预算赤字在美国总体经济产值中所占的比例来衡量这些数据。如果你觉得4230亿美元太大，那么130000亿美元呢？那是2006年1月美国的国内生产总值。从美国的GDP来看，预算赤字只占了3.25%。而且，从历史上看，这个数据也并不是令人吃惊的。然而媒体是不会报道预算赤字在GDP中所占的比例的，因为你通常被认为是理性的，不会因为占GDP3.25%的财政赤字而激动。

另一个令人恐惧的问题是联邦政府在伊拉克战争上的耗资，每年政府要花费800亿美元（包括在阿富汗的开销），这会毁灭美国的经济，迟滞经济增长，我们只能穿涤纶衣服、听着质量更差的音乐。媒体就是希望消费者为这样的新闻而哭叫着：“800亿美元啊！我还想当参议员，这完全不值。”出乎意料的是，2003年伊拉克战争爆发前，美国股市上升了41%，这一年净增长29%。全球股市的增长更为显著，2003年的总收益达33%。

我不是在这里评论伊拉克战争或者反恐怖主义战争是否正当合理，这不是我的职责。每年耗费的800亿美元、1000亿美元，甚至2000亿美元，依旧不能跟美国强大的经济实力相提并论。我们必须记住，美国只是一个庞大的全球经济体的一部分，美国经济的发展方向与全球是一致的。面对巨大的数字，我们不禁会感到害怕，但我们必须从比例上来看——我们必须学会相对地看问题。聪明也好，愚蠢也罢，在伊拉克战争上消耗的资金对美国经济是没有什么影响的，因为这些资金跟美国的GDP比起来太小了，与全球GDP比起来更是微乎其微。

向一切已知发问

要想在投资界获得成功，你就要对一切已知的事情进行质疑，尤其是自己觉得完全了解的事情。运用问题一，你可以防止犯根本性错误。避免犯错的能力是成功投资的必要条件。投资是一门实践性科学，不是一门技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术。在你得到某个假设的可靠结论后，不要以为这个结论可以一直使用，到处都可以运用这个结论。

联邦财政预算赤字是股市上涨的预示信号，这个发现令人震惊，不能否认，它是正确的。将来某一天，在某个幸运的星球上，投资界可能抛弃这个神话，向全世界宣告它是错误的。这样，你的优势又丧失了。那时，你不再是洞悉别人不知道的信息的人了，当每个人都知道联邦财政预算赤字是值得庆幸的而不是令人沮丧的信息时，股市会通过价格将这一情况直观地反映出来。通过使用问题一，坚持不断地检查自己的投资理念，你才不会陷入这种不幸的事件中，尽管这种事情的发生是令人难以置信的。

你可能会说："如果你在这本书里告诉我，价格收益比跟股市未来的收益没有关系，巨大的财政预算赤字预示着牛市而不是熊市的到来，那么全世界不都知道这些秘密了么？这时，它们还起作用么？"即使全世界的人都赞同这样的理论，而股市的发展规律总是与普遍结论相悖的，这些普通的理论会被股市纳入价格体系，所以即使你知道这些，也不可能让你在股市上立于不败之地。它们之所以不起作用，是因为你还是没有洞察大多数人不知道的信息。但是我敢保证，在2007年之前，大家不知道这些真相；我也敢打赌，大多数人在阅读了第一章之后，会认为价格收益比、财政赤字这些理论怪癖得很，他们对此熟视无睹，依旧回到陈见中去了，因为古老的偏见令人感到舒服轻松。大多数的投资者永远都不可能看这本书，而买了这本书的人，其中有一半是不会阅读它的。至于真正读这本书的人，读完第一章，就会厌恶地把它丢在一边了。他们拒绝真相，相信神话，把我当做精神有问题的人。我倒希望他们这么做，因为当我看到他们把我当做精神有问题的人看待时，我知道我还能在很长一段时间中使用自己的理论。如果他们接受了我大部分的理论，我还得继续发掘新的不为他人所知的信息。

Campbell–shiller模型（价格收益比理论）出现后，很快广受全球人士的认同和欢迎，因为它支持了一个标准理论——与市场认同的神话相抵触的证据幸运地成为引人注目的对象，如投进湖里的小石子，那激起的小小涟漪很快就会被人们淡忘。我不是第一次写关于高价格收益比的文章，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一次写是在10年前，我敢打赌今后的5～10年内，它的普及程度还是跟今天一样，你依旧可以参考我的观点进行投资。当然，我也可能是错的，那时你就被我的这种偏见束缚了。这就是生活。

问题一给你带来的真正好处是：首先发现自己的认知错误，接着发现大众的错误，而此时你已改正了错误。一旦你明白了这个道理，你就能不断提高自己的判断力，得益于获得别人不知道的信息，降低自己犯错的潜在可能性。

发现新的投资理论是运用问题一时偶然产生的结果——一个幸运的巧合。如果你目的性很强地企图发现别人不知道的信息，你还要学会提问、运用问题二。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

2 问题二：他人觉得深不可测的事情，我能了解多少？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

洞察深不可测的秘密

表面上看，探究不可知的东西似乎是不可能的，所以大多数人也就不去尝试了。然而，这正如问问题一那样，不要求你具有专业的学术知识、超群的基因或者神奇的超人能力，只要问自己第二个问题，问得越频繁，发现的信息也越多。搏击股市，靠的就是掌握别人不知道的信息。

整个投资界都以一些固有说法为投资依据：高价格收益比导致股市价格下跌（通常是错误的）；债务对股市不利（又错了——至少在西方国家）；你不该和美国联邦储备委员会抗争（错了一半）；巨额贸易赤字将导致美元疲软（大错特错）。但是为了发现别人不知道的信息，弄清事情的真相，那么你就要开始思考：如果我与联邦储备委员会的步调不一致，收益曲线会告诉我们所有的股市信息吗？或者，我必须从另外一个角度来看待情况吗？这种疑惑是你的过人之处。

不要受嘈杂声音的干扰

假设没有人对导致结果Y出现的真正原因有一点点疑问，每个人都觉得没有人能知道Y出现的真正原因，那么很有可能就没有人愿意去调查Y出现的原因，因为他们认为这么做只是在浪费时间而已。在我们这个时代，在美国甚至更多其他地方，如果某些事情看上去不可解释，人们就把这些事当做难以实现的事情看待。其实，人们正应该对这些领域做一番仔细的调查，因为它们如同未开垦的处女地。

对公众媒体提供的线索进行仔细审查，这是误用问题二，是浪费时间。客户经常给我发电子邮件，内容是新闻消息——他们认为对投资决策非常重要的新闻消息。人们可能从主流媒介上获得信息，如《华尔街报》、《纽约时报》、《巴伦报》、《经济学家》、《华盛顿邮报》、《迈阿密新闻》，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者从非主流的媒介获得信息，如《罗马尼亚投资》，也可能直接通过固定的信息源，如《劳工报告》或者同伴们的博客，我们太容易获得股市信息了。但是现成可用的模板不可能为你提供投资优势，公共发行刊物的头条新闻、每日的晚报、博客、电子邮件不可能让你在股市中占有先机。我们生活在一个千变万化的世界中，无论多么隐秘的消息、多么冷门的博客，在你发现这些信息之前就已经有不计其数的人发现这些信息了。但不要因此就绝望，我们还是可以从这些广泛传播的杂乱的信息中挖掘出别人未知的信息。最重要的是能挑战自己万古不变的思维模式。接下来我们具体分析这个问题。

关注他人忽视的方向

几千年前，我们的祖先聚在一起是为了反抗其他部落的欺凌或者预防森林中野兽的袭击，为了确保生命安全。当黑夜降临的时候，为了取暖，为了获得保护，他们聚在一起烤火，偶尔还烤烤野兽的肉吃吃。在熊熊的篝火旁边，他们叙述打猎经历和神话传说，互相取悦娱乐，并把他们的文化传递给下一代。在这样美妙的夜晚，解决了温饱问题，他们感受到了一种安全感、幸福感。突然，在黑暗中出现了他们意料之外的哺乳动物发出的声音，破坏了他们的安全感。他们立即本能地朝声源——树丛——望去，准备对付威胁他们的敌人。当然，敌人可能是想要攻击他们的敌对部落，可能是一只狮子，可能是一群牛羚、角马之类的野兽。部落中每只眼睛都紧紧地盯着威胁他们的敌手，把人类能克服威胁的能力发挥到极致。

如果你是另一个部落的首领，率领着部下想要攻击开篝火晚会的部落，你会怎么做呢？有智慧的首领，会扔一块石头，或者制造一些骚乱分散这群参加篝火晚会者的注意力，然后从另外的方向攻击他们。当然，要是一群牛羚、角马是不会这么做的。但是对开篝火晚会的人群来说，为制止这种狡诈的袭击，就应该表现出训练有素的军事性反应，立即派一批人查看声源以外的其他黑暗之处，观察是否还有潜在的敌人。但是他们却没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有这么做，问题在哪呢？除非是训练有素的严密组织，否则没有哪一群人会这么做。只要听到黑暗中发出一个声音，人们就会本能地朝那个方向望去，而不会向其他方向观看。在石器时代，人们依靠直觉反应保护自己不受普通的自然力的伤害。在漫长的进化过程中，石器时代我们祖先对威胁的直觉反应已经在我们的头脑中凝固，我们仿佛篝火人群中的一个成员，本能地认为自己有能力立即调动起部落所有的视力、听力、反应力。

我猜想一些男性读者会拍拍胸脯说："我是进化了的人，我经验丰富，我是现代人。我能朝发出声音的不同方向看去，我能保护妇女和孩子，我该是部落的首领，拥有很多的妻子，吃很多烧饼。"我猜想会有很多妇女把手放到自己嘴边，说："我会时刻照看自己的孩子，不会去关心声音的来源。"这两种人都错了。下次你听到意料之外的声响时，留心一下自己的本能反应吧，我保证你是望向声音来源地方的。如果不是这样做，那么你真的是很奇怪。认为自己绝对不会望向声源的人往往是最先望向声源的人，真正不望向声源的人一定是警觉性十分强烈的人，他们时刻都在关注声源的那个方向。想要知道你的投资同伴们不知道的信息，你就必须学会关注不同的方向，必须训练自己，不要被嘈杂的声音干扰。无论何时，在人们都朝一个方向望去时，无论你有没有听到那个声音，你应该看的是人们不看的地方。

警惕大众新闻，巧妙避开潮流

你可能已经提醒自己不受从媒体上听到的或者看到的错误信息的影响，在分析现实价格时也不全听信媒体传言，这种做法有其合理的一面，但也有缺陷。无论如何，不能完全避开大众传媒——它是你生活的朋友，你想知道别人不知道的信息还是要依靠它。你必须读、看、听各种媒体新闻，这样才知道别人都在关注什么，从而也知道自己可以忽视什么。你应该关注媒体不注意的信息。不管人们在为什么事情烦恼，你都不必烦恼，他人这么做正是在为你服务，一种免费的服务。生活在原始部落的人很难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形成这种逆向思维，但是通过训练还是可以做到的。

例如，前一章里说的集体性戏剧化财政赤字恐惧简直是空穴来风。你可能不相信，但我用事实证明了这种想法的确很可笑，同时你也知道很多人误解了高价格收益比。关注媒体所涉及的领域，然后抛弃无关的信息，这会使你从群体心态中解脱出来，开辟独特新颖的路径。

避免落入投石问路圈套的方法非常简单——发现目标，然后转换思路。然而，如果事情真的这么简单，就不会出现“群体心态”了。这种心态应该叫做“平稳、非强制性、无压力心态”。如果勇敢的吉米小朋友从桥上跳下去了，你的妈妈叫你也跳，你会跳么？你当然不会。但是如果你的牌友嘲笑你没有同他们一起买小型股，接着继续吹嘘他们的选择是多么正确，而你在一旁觉得自己很笨，自己的投资组合很差劲，这时，你就有可能跟风买小型股，但是此时并不是购买小型股的最佳时机。

避开潮流的四个步骤

我在1995年3月的《福布斯》专栏中写了一篇文章——《巧妙避开潮流》，讲的就是如何成功地避免随波逐流。这在今天依旧是很好的建议，所以我在这里重述避开潮流的四个步骤。

1.如果你认识的人大都跟你一样认为某支股票价格会上涨，或者大家赞同某个事件将会造成某种影响，这时你还坚信自己是正确的。这种心态是一种警示：你错了。独立思考才是正确的方法，跟别人走同样的路是没有成效的。

这个说法在今天依然非常有道理。很多人觉得我是个顽固而奇怪的人。如果人们觉得你奇怪，不要紧，这又不会造成什么损失。随着因特网和博客的发展，我已经习惯了读者看完我的文章后对我的观点发表尖刻的批评（当然，有时候他们是对的，我是错的；不过，别人怎么想不关我的事）。我已经把自己训练得能够无视陌生人对我和我的作品所作的评价。但是如果是我的妻子在生我的气，那我会很着急的，因为她了解我的为人、我的优点和缺点，她总是为我好。如果你对我不满，请自由地批评吧，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是这样很容易进入情感的沙漠。为了不受旁人意见的左右，有时你必须进入这种情感沙漠。别人对你怎么评价，那是别人的事，如果他们觉得你是个怪人，这反倒是好事。

2.如果你不止一次地在媒体上读到或者听到关于某个投资理念或者重要事件的消息，那么它不会在现实中出现。因为在几个评论家思考、撰写这些新闻的时候，这些新闻就逐渐变成了旧闻。

在今天，这条建议更加值得我们借鉴。因特网大大提高了新闻传播的速度，所有的信息传播得越快，信息价值改变得也越快。10年来，这个速度越来越快，受此影响，全世界的交易商每天工作24个小时，一星期工作整整五天半。过去，晚上的消息不会在人们不注意时悄悄传播，直到第二天早晨才公布，而现在，不仅各种新闻通过因特网整晚地传播，而且某些地方某些人在你打盹的时候也正紧张地进行着交易活动。

3.越是古老的论点，它起的作用就越小。所以，通货膨胀在1994年对市场的影响很大，但是1995年初这种影响就已经不是主流了。

每一年的热点恐惧在第二年就失效了。许多出人意料的新事物在人们的周围发生，去年的嘈杂之声已经烟消云散了。当你第一次听说热点问题时，你也可以往好的方面想：越是陈旧的话题，越不会对我产生影响；越是陈旧的话题，越可以肯定它不是影响价格的因素之一。我有一个印象深刻的关于这方面的例子。当时，人们都预料2000年1月1日所有的电脑都会瘫痪，因为据说一个广泛传播的病毒“Y2K”正在入侵每个人的电脑。这个“Y2K”恐慌遍布各地，在1999年秋天，股民们因为这件事情而吓得不敢做交易。我在1999年10月的《福布斯》专栏中写了一篇名为《伟大的傻瓜们》的文章，这篇文章解释了为什么“Y2K病毒”不会危害股市。下文摘自该专栏，“‘Y2K’是现代历史上大肆宣传的‘灾难’，人们是这么描述这个‘灾难’的：只有对这个病毒不熟悉，并且安然位于亚马逊盆地的最高处的人，才能快速逃生，避免与其他人一起受灾。不用我来定义‘Y2K’，因为你清楚我说的是什么。1998年7月6日的专栏详细解释了为什么‘Y2K’不会危害股市。”因为这是一个很陈旧的话题，影响力已经很小了，1999年的标准·普尔500指数在预定危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中出现最后的上涨，这年的总回报率是21%，如果大家懂得这么简单的道理，那么每个人都知道“Y2K”并不可怕。“Y2K”造成的恐慌其实是股市上涨的一个原因，但是很少有人知道这点，因为他们不能接受这个事实。时至2007年，这个规则还会起作用吗?蔓延全球的禽流感事件对股市来说太陈旧了。如果我们将来再遇上禽流感之类的恐慌事件，应该认为它是好事。在第五章中，我将用很长的篇幅讨论禽流感现象以及如何正确看待这个问题。

4.过去5年里热门的股票在未来5年里不再是热门的，反之亦然。

这个规律仍然正确，并永远正确，但是投资者仍会落入陷阱。1980年的能源股，2000年的技术股，2007年的小型股，股市经常出现这种热门股，让股民们忙得不亦乐乎。过去5年的热门股票不意味着在未来5年中就一定是最冷的，但是我可以肯定地说没有持续时间长达10年的热门股票。假如有哪类股票持续热了10年，那么你就应该更加小心了，必须立即寻找其他风险小、收益高的股票。

没有价值的新闻

读者尼尔·贝尔给我发来电子邮件，说他对《2000年的电脑病毒事件无须重大关注》这篇文章感到很困惑。我写了一封回信，说我在1995年3月13日的《福布斯》专栏中已经详细阐明了原委。贝尔回信告诉我应该浏览几个重要的网页，那上面说明了“Y2K”事件的严重性。

我就按他所说的做了，但是得出这样的结论：“Y2K”的作用与人们预测的恰好相反，它没有给股市带来严重的危害，也没有给人们带来重大不便。

我对这类事情的看法非常简单：应该对媒体的嘈杂之声有清醒的认识，有时它们反映的是与表面现象相反的状况。如果某个主题不止被一个网站讨论，那么这个主题不是错误的就是已经完全反映在市场中了。有关市场的概念中最基本的一个是：市场（伟大的戏弄者）将所有已知信息的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值大大地打了折扣。继而可以肯定的是，我们所了解的信息不是错误的就是已经反映在股市价格上了。是的，你可以听听那些杂音，但不要期望依靠走反向路线就能赚钱。

人们非常关注"Y2K"，即使是SEC（证券交易委员会）也声称对"Y2K"感到恐惧。所以，忽视它吧！"伟大的戏弄者"轻易地做到它想做的。在市场上，你看不见的或者不知道的因素才是真正打败你的因素，因为唯一推动市场前进的动力是"未知"：全世界的万维网上没有很多令人吃惊的消息，高价格收益比的股市中最出人意料的事来自不幸的消息，这不是好消息，是那些已经反映在市场中的事情。我在26年的职业生涯中，为《福布斯》专栏工作了15年，我一直坚信这个规律：对市场起作用的不是明摆着的事情，而是令人吃惊的事情。

1995年我写道："如果你不止一次地在媒体上读到或者听到关于某个投资理念或者重要事件的消息，那么它不会在现实中出现。因为在几个评论家思考、撰写这些新闻的时候，这些新闻就变成旧闻了。"

本着这个指导思想，忘记"Y2K"吧。

假如你正在赔钱，我的建议也是有用的：如果戴姆勒－奔驰公司收购克莱斯勒公司，不依靠丰富的想象力，我们就可以预言几年后五大巨头将收购尼桑公司。540亿美元的财政收入，13.5万名职员，戴姆勒—奔驰跟克莱斯勒的规模相近，但是克莱斯勒价值却比它低，账面销售额是它的60%，年收入是它的15%，市场资本达到70亿，即使竞拍价格高出50%，仍然可用少于账面价格的钱买走。

另外两家未来适合全球化公司生产方式，并且能通过股票买断的是菲亚特公司和沃尔沃公司。菲亚特过于庞大，职员非常多，但是它控制了意大利地区的市场。股票的价格收益比是18，是年收益的30%，并且与账面价值等值，融资质量多于贴现。沃尔沃的生产线声誉很高，价格收益比为8，定价合理，收益率达55%。

读者还会提出关于AXA公司的问题。在12月15日，我把它排在第36位。这样的预测是不是太冒险呢？我不这么认为。我对持有该公司的股票感到心满意足。它是世界第二大保险公司、第二大财务管理服务公司，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且在美国它刚开始被人们认识。其年收益为50%，2001年达到100%，平均每年增长28%。

我在1997年选择的另一大公司是松下电器公司，1997年6月16日，我把它排在185位，在10月1日时，我把它排在163位。尽管受太平洋地带诸多问题的影响，日本的股市仍然发展得很好，这主要得力于松下和其他一些大品牌公司。我觉得买进松下公司的股票是不错的选择。

伟大的傻瓜们

从1942年至1999年底的股市变化中，我们能学到些什么呢？首先，“Y2K”不会危害股市，它甚至能促进新一轮的良性市场竞争。

1942年与“Y2K”有什么关系呢？1942年展示了股市的内在运作规律，而不正常的股市会让“Y2K”有机可乘。人们害怕“Y2K”会给股市造成不良影响，是因为他们没有仔细研究过股市，你可以忽视这些人。

这里有两条原则：(1)人们一致的预测不会在现实股市上出现，股市总走在大众信息的前面；(2)等着未来的事件来影响股市价格的人往往被套住，损失严重。

1999年的“Y2K”与1942年的阿道夫·希特勒，哪个对股市的影响大？1942年，在我们还不能确定能否赢得第二次世界大战之前，标准·普尔500指数上涨了20%。在1943年战争进入白热化之前，标准·普尔500指数上涨了26%，1944年上涨了20%，1945年上涨了36%。去年主导股市的是这样一群人，他们收回现金等待确定性答案，然后再抛出现金，友好地与之前买进的人进行价格竞争。

股市往往在战争、经济萧条或者其他一些纷乱的事件发生之前下跌，通常低迷时间持续很长；在事件有转机之前，上涨的时间也很长。因此有句俗话：“只有股市知道。”这就意味着无论我们是在收集、了解信息还是正处在担惊受怕中，所有的信息都已经反映在股市价格上了。

正是我们没有认识过、阅读过、讨论过的信息在驱动着股市。这些信息不是无法辨别，它们通常可以辨别，但是大多数人对这些重要的信息视

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而不见或者忽略了它们。

例如，在1997年我首次宣称，很少有人发现数额巨大、无法计算的外汇流入美国是促成1996年以来牛市出现的重要因素。人们只是不知道这些正在发生着的事情。

“Y2K”是现代历史上大肆宣传的“灾难”，人们是这么描述这个“灾难”的：只有对这个病毒不熟悉，安然位于亚马逊盆地的最高处的人，才能快速逃生，避免与其他人一起受灾。不用我来定义“Y2K”，因为你清楚我所说的是什么。

1998年7月16日，我在《福布斯》专栏上详细解释了为什么“Y2K”不会对股市产生危害。现在，我将进一步说明要是“Y2K”再次来临，股市可能会上涨。

很多投资者都知道股市如何引起人们年底的购买冲动，他们知道在接近年末的几星期内“Y2K”不会造成股票价格上涨，在年末，被“Y2K”折磨得精疲力竭的谨慎人士不再小心翼翼。而明智的人则把这些人玩弄了一遭，在年底之前他们把钱投入到股市中。我从来不知道股市在短时期之内的走向，但是年末之前股市的大幅度上涨是很有可能的。

所以，假设所有股票总量是100%，其中67%分布于美国最大的25家股票市场中，其余33%分布于欧洲或日本的股票市场中，考虑以下情况：

电信联合股票由3支股票组成，分别是意大利电信、法国电信和丹麦电信。作为一个整体，它们的股票多样化程度很高，与其他电信业股票的联系相对较小，成长潜力非常良好。对美国25个最大的电信股票来说，它们是很好的补充。

同样，核心银行也由三巨头组成，它们是荷兰地区的荷兰银行、西班牙的对外银行和澳大利亚的西太平洋银行。我预言荷兰银行在1996年4月19日的价格是21美元，现在我的预言实现了。但是我们要耐心，荷兰银行获得过14次3%的红利，就这个价格而言算是便宜的。

西班牙对外银行向西班牙和拉丁美洲国家开放，具有巨大的地区增长潜力。我建议在1996年11月4日以21美元买进，在1998年6月1日以43美元卖出。此后，该股票与其他欧洲银行一样下跌，那么又该是买进的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候了。西太平洋银行对亚洲开放，没有太大的风险，它的价格收益比是14，红利收益为4.8%。

无论你在什么时候面临抉择，按照上述四个步骤行动，你能准确无误地忽视各种噪音，发现其他人没有发现的信息。

职业投资者——职业打折人员

除了股市，投资专家们——股市交易商、金融规划人员、注册会计师、特许金融分析师等也能够将信息的价值大打折扣。他们除了了解同伴或者顾客在网络上获得的信息，不知道其他信息。经纪公司与大家一样，通过全球信息网获得同样的新闻、同样的研究资料。而且，他们对一模一样的信息采取一模一样的分析方法。无论他们此刻关注什么，你都不用在这些普通信息上花费时间和精力。如果他们写出了分析型的文章，同样也可以忽视，我们应该关注其他领域。

在各个大学里，金融与经济学科的课程大体上也是一样的。哈佛大学、斯坦福大学、密歇根大学、波士顿大学、南加州大学或者拉斯维加斯的内华达大学，教材没什么差别。这些大学的教学采用同样的教材，课本、方法论、理论都是广泛适用的，其中没有什么是其他人读不到、学不到的，而且这些知识的价值也已经被市场打了折扣。几十年来，学生们学的就是这些内容，学校训练他们用书上讲述的思维方式进行思考。很多人都清楚学校所教的知识虽然很好，但是不提供其他人不知道的信息。大量的市场操作人员把这些课程当作工具来分析世界形势，学校的课程提供的都是在市场中无用的方法，再没有其他方法。

学习专业知识没什么不好，只是专业知识不包括独一无二的信息。如果专家们接受一样的教育，拥有一样的信息，用类似的方法解释问题，那么他们的优势在哪里？答案是：没有。这就是为什么我们能忽视媒体宣传的信息，因为专家们最擅长把这些已经被市场降低了新闻价值的信息做一番计算。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

叛逆者的尴尬

大部分的媒体信息都是错误的；大部分专家的言辞也是错误的；随大流则有很大的风险。这是不是就意味着你必须作出跟权威和专家的建议相反的选择呢？你是否该成为一个坚定的反对者呢？

当然不是。千万不要这么做。

别人经常把我称为叛逆者，但是我不是这样的——至少不是这个名词普遍的含义所描述的那样。当然我有更差的称呼，将来可能还会有，但是逆行其道者的那种反叛行为恰好是错的。近年来，越来越流行反叛。我们都是叛逆者，而我们之中又没有一个是叛逆者。从长远看，因为反叛，你的投资决策还是完全受《纽约时报》或者其他晚报的影响。

"叛逆"一词包含的意思是采取与主流意见相反的做法——如果大众认为股市会上涨，传统的反叛者就觉得股市会下跌，反之亦然。如果每个人都认为在选举时投既定执政者的票对股市有利，反叛者则觉得这是有害的。如果每个人都觉得禽流感会造成股市下跌，叛逆者却似乎看到了未来高涨的股市。从技术上讲，叛逆者清楚地知道大众的预测是不准确的，但是他们错就错在想当然地认为与之对立的结果就一定正确。

我们来进一步研究一下这种情况。我多次提到，股市有效地把各种信息的价值大打折扣，如果人们趋于赞同某个事件会发生，那么多数情况下它是不会发生的，反而是出乎意料的事发生了，但是这不是说发生的事一定与人们当初的猜测相反。假设多数人认为股市将要上涨，我们不能就此认为事实上股市必定会下跌。股市有可能下跌，也可能不涨不跌，若股市不涨也不跌，也说明人们原先的判断是错误的。历史上这样的结果出现的几率大概为50%。

如果你是一个传统的叛逆者，看到众人一致赞同股市要上涨时，就认为股市会下跌，但是不久它上涨了，而且比众人预期的上涨幅度还大，结果你成了小镇上错得最离谱的人。作为一个叛逆者，比追随大众者要好，但是这还不够，因为彻底反叛的正确率大概只有1/3。例如众人一致认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场朝北走，而叛逆者认为朝南走。但是股市也可能往西或者往东走，这样一来，大众错了，叛逆者也错了，股市又一次胜利了。东西两个方向的出现在叛逆者的意料之外，而且事实上，这两个结果发生的几率更高。

要记住：事实结果常常与众人的设想不一致，但也不一定与众人的意见完全相反。最近，叛逆者对股市预测的正确率还不如大众。各种多变的因素引起股市价格的变化，使人们一次次地感到意外。

发掘他人未知的领域

想要获知他人未知的信息，你就必须关注发出杂音之外的世界。问问你自己能知道哪些别人不知道的信息。但是你如何才能得知你不知道的信息呢？

到处都存在有待我们去发现的领域。当然，有很多是没有意义的，但是还是有很多有价值的领域，有待我们去探索，人们能对数十年后的资本市场做新的探索，你也一定能有所发现。如果用心去找，能发现很多投资界尚未发现的领域。这就是你的优势，是你在股市上立于不败之地的基础。

有一点很重要，在问第二个问题时，必须具备以下两个条件之一：(1) 你寻找的领域跟相关性有关，不必在乎别人是否认同；(2) 这个领域很多人都看得到，但是却被他们忽视、嘲笑或者误解。

这里我们先举两个例子，后面的章节会有更类似的例子。

令人震惊的收益率曲线

在不知道股市当天的利率是多少时，你不要去收看美国全国广播公司的电视节目。打开电视，我们会发现利率分析、牛市、熊市之类的节目，不知所云。例如：早上11点14分之前利率是上涨的，在直线下跌前如火箭般上升！联邦储备理事会接下来将如何控制通货膨胀呢？对个人来说是利是弊？明天我们用人人都喜爱的节目《利率咆哮》来调节一下身心吧！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管利率吸引了大众的注意力，但是投资者依旧会看走眼，错过很多重要的领域以及生活经验。

利率是什么？

在探究重要的领域以及因果关系之前，我们先拨开笼罩在利率上的迷雾。利率非常重要，它决定了长期或短期借贷的利率，也决定了投资者把钱投出后未来能获得多少收益。

你一定经常听到“利率在下跌”、“联邦储备委员会在提高利率”或者其他有关利率的一些新闻。

人们在整天谈论的利率到底是什么呢？在美国和其他地区，短期利率由国家中央银行控制。中央银行有权独立设定国家的短期利率。如果美国的联邦储备委员会觉得应该减少或者增加货币供应量，就会有目的地升高或者降低短期利率。联邦开放市场委员会（FOMC）每年要召开八次会议，决定是应该升高、降低还是保持联邦资金利率（有时这种决定被称为一夜利率或者短期利率）以及变动的幅度应该多大。银行贷款给个人时要以这种短期利率为参考标准，而银行付给个人的储蓄利息也以此为参考标准。投资者们在谈论联邦储备委员会做出动作时，指的就是这种利率。这是短期利率，也是联邦储备委员会的利率，这个利率的英文单词是“rate”，是单数形式。

人们一般认为10年的国库券利率是长期利率，并且认为这种利率不是由联邦储备委员会、政府、总统或者得克萨斯州富人决定的。长期利率是由全球市场决定的。在当今全球一体化经济中，交易商的工作范围跨越国界，在全球自由开放的大市场中交易债券。正是这个大市场决定了债券的长期利率，它不光决定10年期的政府债券利率，还决定3个月、6个月、5年或者30年的定期政府债券利率。我们必须弄清楚的是，尽管投资者们喋喋不休地谈论“利率跌了”、“利率升了”、“联邦利率升了”，但是事实上，短期利率和长期利率没有关系，有时它们的变化情况一致，有时完全相反。我再重申一遍，它们是不同的两个概念。联邦储备委员会升高利率时，长期利率可能升高，也可能下跌，还有可能保持不变。无论在美国还是其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家，都是这样。人们通常会为此震惊并有畏惧感。我一直提醒投资者，不要一再地说“利率在上涨”或者“利率在下跌”。在你的言辞中，在你的脑海中，一定要把短期利率和长期利率区分开。

短期国库券利率（这里指的是期限较短，并不是短期利率）与长期定期利率的区别可用收益率曲线展示出来。在图2.1中，竖直坐标表示的是利率数值，原点为“0”，上部数值逐渐增高；水平坐标从左到右表示的是长期股票的时段，从现在开始至未来的10年或者30年。

人们通常认为短期利率比长期利率低，因为把资金长期锁定的风险比较大。在图2.1中，利率呈现出一条曲线，它通常往右上方升高，这是一种良性的收益率曲线。极少出现短期利率高于长期利率的情况，这种情况出现时，利率曲线朝右边滑坡，我们称之为“逆转”。还有一种比较少的情况是，利率都处在同一水平，这种情况我们称之为“平坦”。

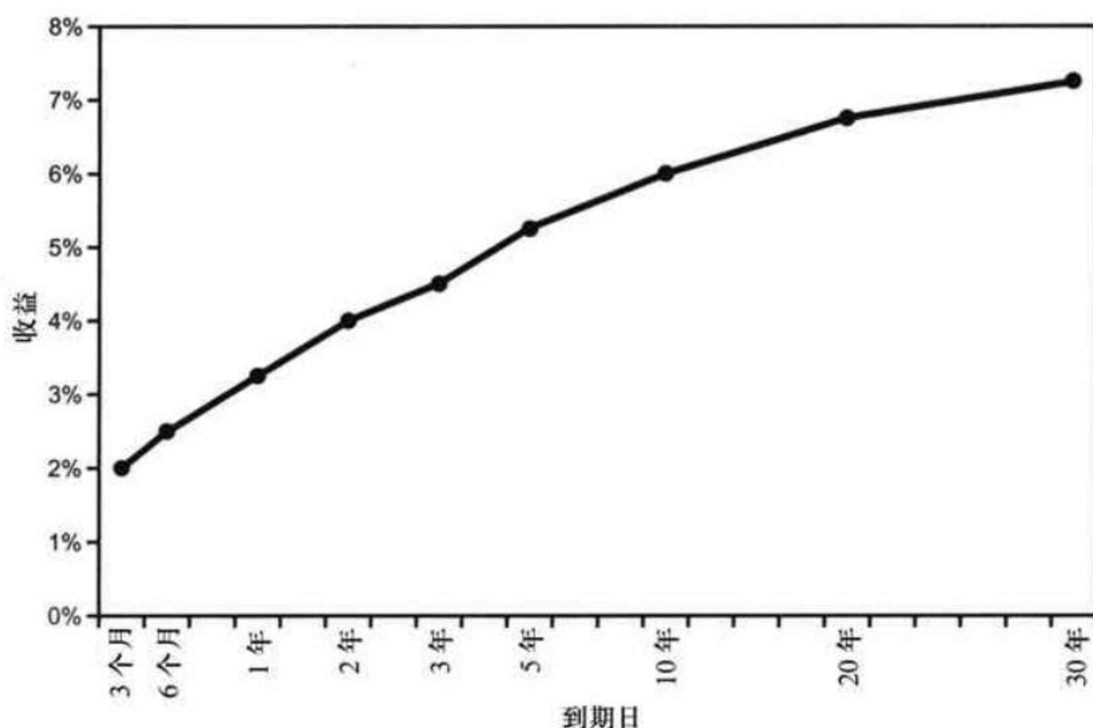


图2.1 假设的收益率曲线

利率骚动

投资者们都有自己的一套理论来推断短期利率、长期利率的变动对股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市意味着什么。可能你听到过这样一句老话："不要和联邦储备委员会作对。"它的意思是提醒你在联邦储备委员会提高短期利率时卖掉股票。这种说法没有道理。从大多数情况来看，当联邦储备委员会提高短期利率时，股市行情良好，但也不是没有例外。图2.2显示了自1980年以来联邦储备委员会提高短期利率的时段以及相应的标准·普尔500指数。

从图中可以看出，在一定时间，标准·普尔500指数上升的趋势与利

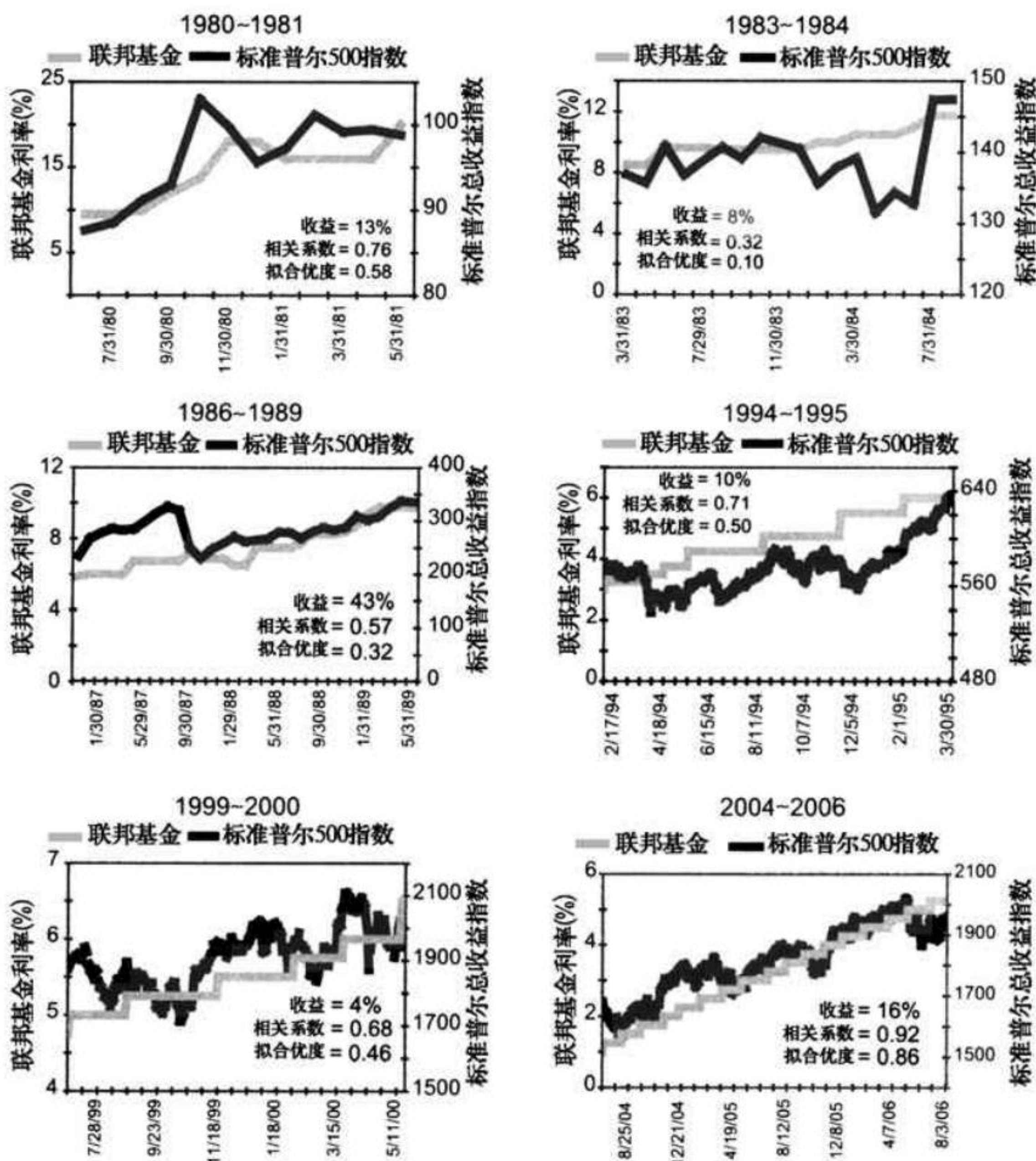


图2.2　联邦基金与标准·普尔500指数（1980～2006年）
来源：全球经济数据库，美国彭博财经台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率升高的趋势很接近。我不能由此得出结论：股市通常是牛市出现的次数多，熊市出现的次数少。所以我们一点也不吃惊。有时，股市形势比任何其他时候都要好。但是因为良性的股市出现在利率升高期之后，因此“不要和联邦储备委员会作对”可以用问题一来鉴定，这里我们可以忽视它。这不是说，短期利率上涨就一定是熊市或者是牛市的标志，同样，下跌的短期利率也不能说明什么问题。它们之间没有一定的关系。

例如，2001～2003年，联邦储备委员会要不断地降低短期利率。那些告诉你“不要和联邦储备委员会作对”的人，就一直紧握股票不放，在全球股市出现熊市的时段，他们一定会惨败。在2004年和2005年，联邦储备委员会持续提高短期利率，喜欢和联邦储备委员会决策作对的人会避开股市，于是又错过了很多机会。那么他们错过了什么呢？

使用第二个问题，首先要做到的是消除忧虑，这种忧虑是指无关大碍的忧虑。谁都可以在Google网站上搜索FOMC（美国联邦市场公开委员会）或者直接打开页面（http://www.federalreserve.gov），即可获知他们什么时候召开会议。而且，自从格林斯潘先生主持会议几年以来，美国联邦市场公开委员会已经将何时提高或者降低利率甚至变化的幅度做得更加公开透明化。在格林斯潘的最后任期，股市对联邦储备委员会将做什么以及何时做都了解得很清楚。贝南克先生上任初期似乎遇到一些小麻烦，他没有能够像格林斯潘先生那样，知道何时该沉默何时该胡乱说些什么。但是贝南克先生很快就能学会如何应付这些工作。尽管这样，当联邦储备委员会宣告将对未来几个月内的利率计划做出调整时，通常都不会对股市产生重要影响。

不要一味关注短期利率，要关注收益率曲线。大多数投资者会告诉你，上升的收益率曲线是好的，逆向的收益率曲线是不利的。这种说法还是有些道理，正常的收益率曲线总是呈现上升的趋势。真正的逆向收益率曲线是很少出现的，并且它们总被认为是熊市到来的前兆。

这种想法是不正确的，不会给你带来任何好处。在我们发现新的规律之前，先用问题一来检验一下我们的收益率曲线理论是否正确。逆向收益率曲线真的是坏消息的预兆吗？要找到这个问题的答案，要依据你所认为的“收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率曲线”的含义，具体点说，要依据什么样的收益率曲线。在收益率曲线背后，隐藏着一个问题——我不能说它是一个错误，可能只是一个误会——人们把经济萧条和熊市混淆在一起。其实它们不是同一回事，即使没有发生经济萧条也会出现熊市，反之亦然。它们之所以会经常一起出现，是因为股市利用了经济萧条给人们带来的悲观想法。然而，也有例外的情况。

有两个术语需要重新解释一下：(1)熊市，是指股市市值下跌超过20%的低迷时期持续时间很长(熊市与矫正期的差别在于规模大小和持续时间长短——矫正期为时较短，只有几个月，下跌市值小于20%。)；(2)经济萧条，是指连续两个季度的国内生产总值呈现负增长，不过在发生经济衰退时，你也很难知道股市是否真的处于这种时期，因为国内生产总值数据总会在事发后才重复地被报道。

两个季度的GDP负增长发生得很平静含蓄，人们几乎感觉不到。经济衰退的时候，人们并不称这段时期是衰退期，直到衰退很久之后，甚至在衰退结束之后人们才称之为经济衰退期。例如，1973～1974年股市出现熊市之后，紧接着出现了急剧恶化并且波及范围很广的经济衰退期，整个1974年及1975年都处于经济衰退期。这是第二次世界大战之后最大的一次经济衰退，但是直到1975年，人们才意识到发生了经济大萧条。甚至在1974年9月，福特总统和他的经济顾问发布新的政策提高税收、减缓经济发展、防止通货膨胀，因为当时没有人知道市场正处于经济衰退期。

这段时间发生的事我记得很清楚，当时我正年轻。对我来说，那是很奇怪的一个时期。我所认识的人都觉得1974年经济发展势头非常强劲，随后大家才知道这是经济不断衰退的一年。那年，我对此并不是很敏感，也不紧张。当时，我和我的妻子正为失去小女儿而伤心不已。我情绪消沉，这年我大概只工作了6个月。我对经济上发生的事没有进行很好的研究，所以我总是不停地询问其他人对经济形势的看法。我这种无意间的询问，等于是做了一份很好的调查，调查对象是一大堆的投资者和经商者。当时，他们之中没有谁知道自己已经生活在一个经济长期处于衰退的时期，直到1975年人们才认识到这个严重的经济衰退期，而在1975年，这个经济衰退期已经接近尾声了。通货膨胀过高导致人们认为这一时期是一个经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济发展势头强劲的时期，随后，尽管经济整体收缩时，很多公司、企业发展形势还是不错，因此很少有人能感觉出如此不明显的经济衰退。

美国国家经济研究局（NBER，网址：www.nber.com）出台的衡量经济衰退的方法比较科学。NBER使用更多的数据，尽管主要数据还是国内生产总值，但是更准确地概括了经济衰退的特征。

NBER不是使用连续两个季度的GDP减少来定义经济衰退，而是以连续几个月内整个经济体中经济活动的重大衰退为依据。我们能从GDP、净收入、就业情况、工业生产水平以及零售业的销售额等方面看出端倪。

从历史上看，上升的收益率曲线意味着金融机构能从贷款中获取利益，而贷款对未来的经济活动有着重要的推动作用。而当收益率曲线呈现逆向趋势时，金融机构不愿意贷款给人们，从而降低了货币流通率，这种曲线可靠地预示了经济衰退将要发生。

但是，逆向曲线是否真的预示着熊市的发生，还要依据与此相关的消息是否被市场化。例如，1998年，美国的收益率曲线持平，民众恐慌不已。人们都在担心情况会恶化，进而出现逆向曲线。而且，伴随着俄罗斯卢布危机以及长期资本管理危机，人们推断股市将会大幅度地下跌，损失将十分严重。当年我们进行了年中矫正，但是熊市没有出现——1998年末，标准·普尔500指数达到29%。收益率曲线持平的负面效应被人们扩大化了，因此，它造成严重的股市下滑。

2000年，逆向曲线真正出现了。这次，大家都没有对此大惊小怪，不仅如此，人们开始大赞“新经济”，说“不会影响升值”，“这次情况不同了”。他们为SweetLobster.com以及其他一些网站股票的上市大开庆祝会。1998年的股市行情让人们觉得逆向曲线不会引发什么问题，不必为之担心。由于人们未引起重视和感到恐慌，在2000年，收益率曲线确实是经济衰退的预兆，剧烈增加的科技股引发了一场持续3年的熊市。假如当时人们热烈地谈论这件事，慌张地开始囤积粮食，那么逆向曲线就会失效。而当人们在2000年看到逆向曲线时，开心地唱着：“啦啦啦，这次可不比上次喽”，那么，逆向曲线就能摧毁股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使这些观点都阐释清楚了，人们还是会对收益率曲线发生误解。能否正确看待收益率曲线是很重要的，因为逆向收益率曲线隐含着重要的经济信息。人们会研究当地的利率以及根据当地利率计算出的收益率曲线。为什么不研究一下联邦利率呢？其他的利率你会考虑吗？即将提出的问题二可以重复使用，而且在解决其他问题时也能为你提供帮助。接下来，我们进入正题。

问题二：我在想，有没有一种收益率曲线比美国的更重要？你可能从来没有问过这种问题。尤其是对美国人来说，这个问题非常有价值。

总体来说，当我们考察美国30年、50年或者100年前的收益率曲线时，我们能够找到足够的证据证明，那时的收益率曲线对股市是有预示作用的。每个人都知道这点（至少，很多人都相信情况是这样的——包括多数的记者），人们广泛认为收益率曲线有很大的作用，它能预示着市场的发展趋势。一旦短期利率高于长期利率，银行就对依靠贷款获利没有兴趣了。不幸的事情紧接着就发生了。30年前，一旦发生逆向收益率这种事，银行若想要靠贷款赚钱就必须贷款给信用度不高的机构，但是利率较高。这种做法在过去、现在都是有风险的，银行不喜欢这么做。事实上，风险越大，银行的贷款对顾客的吸引力就越小。在过去，美国收益率曲线及它的变动对银行的贷款都很有影响。当然，在那个时候，人们并不清楚收益率曲线的作用。

思维全球化

如今，我们身边出现的不仅是国家银行，还有全球银行、各种经济派生物、经济防护措施，以及可以迅速获知全球账户、贸易信息的电子工具。货币在国与国之间流通自如，全球化的银行能从这个国家借钱，然后再贷给其他国家，并且能迅速采取防护措施，预防流通风险的发生。你能从投资银行借到钱，投资银行是从欧洲的保险公司联合组织借的钱，而该联合组织的资金来源于全球性银行，因此你永远也不知道自己从银行借的钱是来自海外的。钱对借方来说仅仅是钱。几十年前，只有国内银行，只有最低性能的电子操

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作系统，没有实际的防护措施，只有固定的流通价格而不是如今的弹性价格。那时，国内收益率曲线非常重要。但是这种时代再也不会出现了，股市已经全球化了。国外的利率和收益率曲线给我们的流动资产带来了深刻的影响。在我们使用杠杆效应提高国内外固定资产的价值时，它也起着决定性作用。

对任何单个国家的收益率曲线做分析已经不再重要了，即使是美国这样的一个国家。那么我们该如何看待这个问题呢？我所提出的观点，以前没有人提过，那就是用GDP来衡量的全球收益率曲线反映了全球贷款条件。今天，如果全球收益率曲线与美国收益率曲线的情况不一致，那么应依照全球收益率曲线处理问题。不论是美国还是其他单一股票市场都从属于全球经济系统。

图2.3显示的是2006年6月全球的收益率曲线。全球市场为什么这么重要呢？如果银行想从一个国家借到利率较低的资金然后高价借给另一个国家，那么全球化就显得至关重要了。每个人，包括银行和它们的顾客，都喜欢利率较低的资金。需要注意的是，这里所说的全球收益率曲线是以GDP来衡量的。凭直觉可以断定，一个国家的GDP数值越大，越容易受

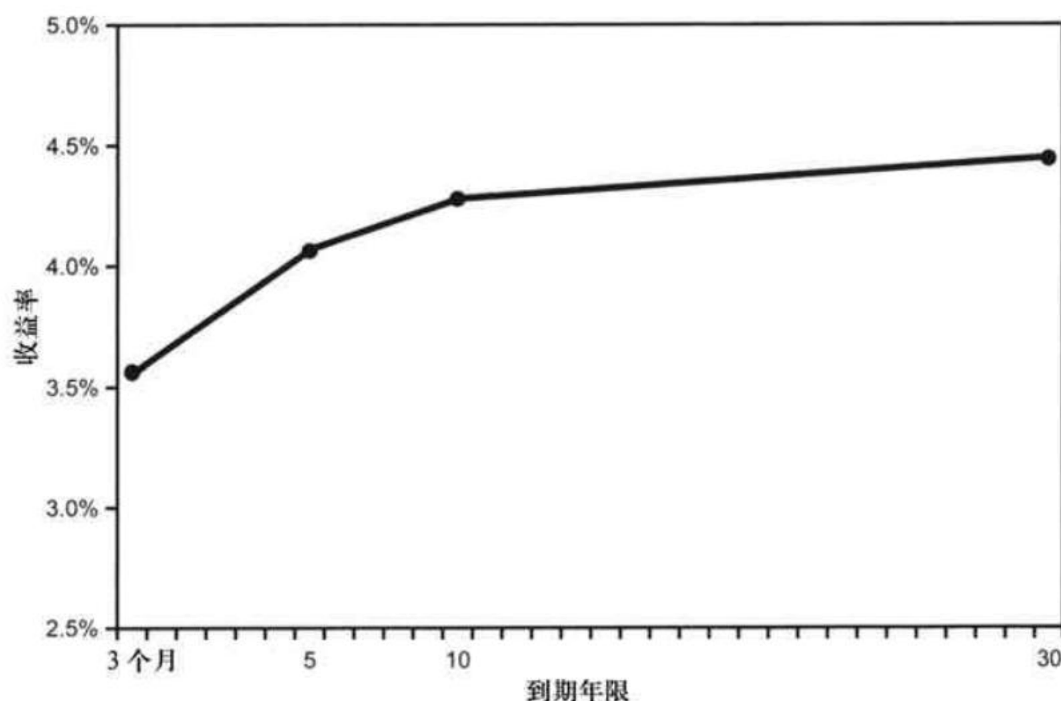


图2.3 2006年6月全球收益率曲线

来源：国际货币基金，全球经济数据库，彭博财经台。否认声明：10年期的利率使用之后，30年期的便不可用了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球收益率曲线的影响。

考察全球市场

目前，我们在衡量全球市场时能使用的最佳指数是摩根士丹利资本国际（MSCI）世界货币组织建立的股市指数。所有的MSCI指数设置都很完善，其中，我们最关注的是MSCI世界指数和MSCI全球所有地区世界指数（简称世界指数或ACWI）。

MSCI世界指数反映了世界23个发达国家的市场情况，包括美国、英国、澳大利亚、德国和日本等。当说到市场历史时，我频频使用世界指数，因为它提供了丰富的历史数据，能帮助我们译解历史数据。更重要的是，它综合性强（涵盖了世界市场85%的货币价值）。而且其组成部分是以市场流动性来衡量的。就是说，如果股市贸易不活跃，那么它受市场的影响就小。例如，Berkshire Hathaway就不包括在世界指数或标准·普尔500指数内，因为它与其他股市之间的相关贸易非常少。

纵观全球市场，选择ACWI指数为参考的另一个原因是它还反映发展中国家的经济情况。由于发展中国家股市历史的有限性，只有少许数据可用，不如世界指数有效。尽管如此，ACWI仍是构建比较完善的指数，是全球市场最出色的代言人。

在建立GDP比重收益率曲线时，首先，我把一些国家列在一张表格中，这些国家包括MSCI世界指数涵盖的23个国家。我没有把ACWI指数涵盖的国家列上，因为与发达国家相比，发展中国家显得不是很重要，它们的利率也很少有记录，而且很难确定准确的日期。所列国家的GDP可以在国际货币基金网站（IMF；www.imf.org）上找到。我所列的表格如表2.1所示。

很清楚，表中的数据都是我随意假定的数据，但是你能明白我想要说明的是什么问题。首先计算世界GDP总和，然后用每个国家的GDP除以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.1 假设的国家 A、B、C 的 GDP 比率

国家	GDP 每 10 亿美元	GDP 比率 %
国家 A	50	14.3
国家 B	50	14.3
国家 C	250	71.4
总和	350	

这个总和，这样，每个国家的 GDP 比率就得出来了。

接下来，加入短期利率和长期利率。（这里我以 3 个月和 10 年的利率为例。）我能打开一些资源丰富的数据库获得信息，因此我能很快地整理出数据。我所列的表格如表 2.2。

表 2.2 假设的国家 A、B、C 的利率

国家	GDP（每 10 亿美元）	GDP 比率%	利率	
			3 个月	10 年
国家 A	50	14.3	3.25	6.5
国家 B	50	14.3	2.5	7.2
国家 C	250	71.4	4.5	4.25
总和	350			

上面表格内的数据只是初步数据。现在，把 10 年的利率减去 3 个月的利率，得到数据差额。正差额意味着正向曲线，负差额意味着逆向曲线。我所列的表格如表 2.3。

表 2.3 假设的国家 A、B、C 的利率差额

国家	GDP（每 10 亿美元）	GDP 比率%	利率		差额
			3 个月	10 年	
国家 A	50	14.3	3.25	6.5	3.25
国家 B	50	14.3	2.5	7.2	4.70
国家 C	250	71.4	4.5	4.25	−0.25
总和	350				

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们看到国家C得到的差额是负的，也就是说，国家C的收益率曲线略微呈现逆向趋势。但是国家C的GDP却相对较大，这是否就说明国家C的市场形势不好呢?我们还不能就此断定。接下来，将每个国家的利率乘以各自的GDP比率，然后将得到的结果累加起来，就可得出全球收益率差额，如表2.4所示。

表2.4 假设的全球收益率差额

国家	GDP（每10亿美元）	GDP比率%	利率 3个月	利率 10年	差额	GDP比率差额
国家A	50	14.3	3.25	6.5	3.25	0.46
国家B	50	14.3	2.5	7.2	4.70	0.67
国家C	250	71.4	4.5	4.25	−0.25	−0.18
总和	350					0.95

全球收益率差额是0.95，所以，全球收益率曲线是正向的。差额一般从低到高，直到接近1。在这个设想的指数中，国家C的GDP数值高于其他国家。其他国家的收益率曲线也起作用。如果对国家C的银行和金融机构来说，国内的信用条件不是很理想，那么它们就向其他国家借钱，这种做法在几十年前是没有出现过的。如果你想编制更加真实的全球收益率曲线，可以使用上述的方法计算全球短期利率或者长期利率，只要把每个国家的利率乘以GDP比率，再把计算出来的值全部相加就得出全球利率。

图2.4表示的是过去25年内，全球短期利率与长期利率之间的差额，这也是另一种描述全球收益率曲线的方法。在0.0%这条线以上的是正向收益率曲线，以下的是逆向收益率曲线。线越高意味着短期利率与长期利率之间的差额越大，其收益率曲线越陡峭。

我们注意到1989年的全球收益率曲线是逆向的，这是全球经济不景气的前兆；再看2000年，全球收益率曲线比较平缓，但是与经济和股市发展势头都非常强劲的1998年比起来，1998年的收益率曲线更加平缓。美国的收益率曲线虽然是逆向的，但是根据美国国家经济研究局的报告，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

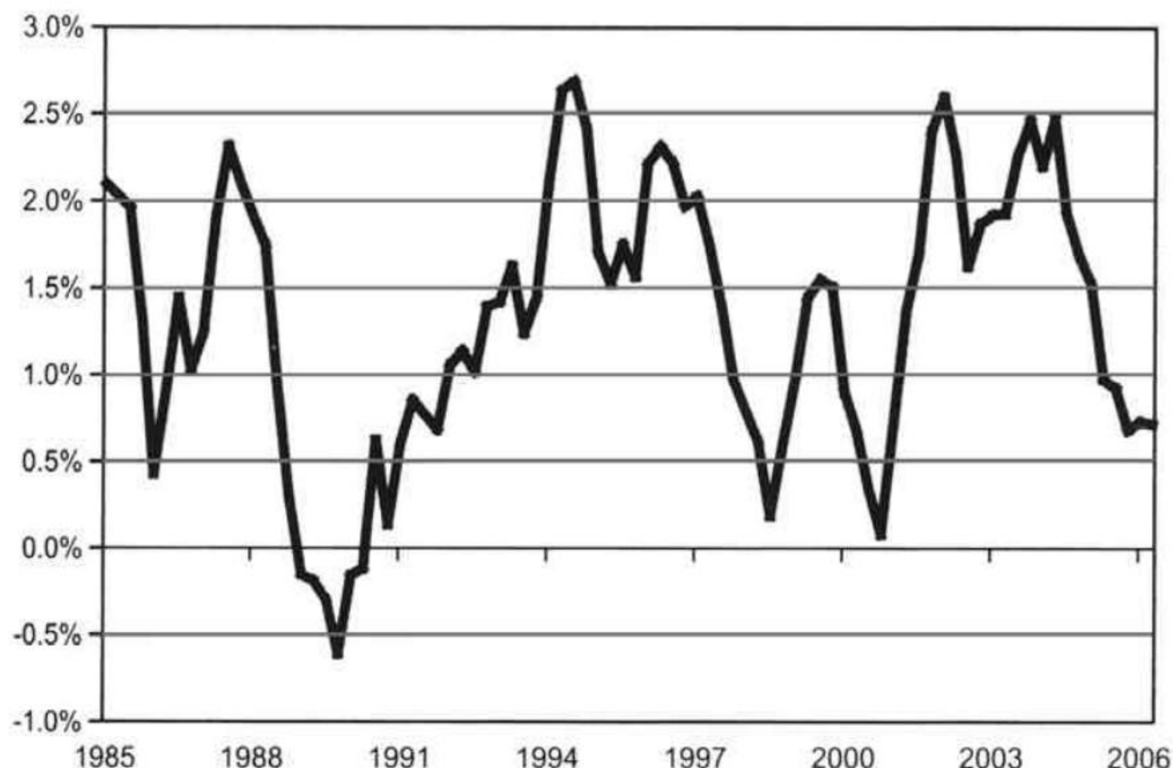


图 2.4 全球收益率差额

来源：摩根士丹利资本国际（MSCI）世界货币组织

表 2.5 2000～2002 年美国 GDP 季度增长

年份季度	GDP 增长率	年份季度	GDP 增长率
2000 年一季度	1.15%	2001 年三季度	0.06%
2000 年二季度	2.01%	2001 年四季度	0.90%
2000 年三季度	0.40%	2002 年一季度	1.05%
2000 年四季度	0.93%	2002 年二季度	0.90%
2001 年一季度	0.68%	2002 年三季度	0.97%
2001 年二季度	1.07%	2002 年四季度	0.61%

由于全球收益率曲线呈平缓势态，美国在2001年3月开始发生的经济萧条持续时间非常短。

喜欢用GDP来衡量经济萧条的人，在看了2000年、2001年、2002年的GDP数据之后可能会吃惊，美国的GDP从来没有发生过连续两个季度的负增长，甚至连一个季度的负增长也没有出现过。表2.5列出了2000～2002年的美国GDP季度增长率。其中，2000年第三季度GDP的增长非常缓慢，但总体状况良好，除此之外，没有一个季度出现负增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向曲线说明什么？

从2005年12月开始至2006年中期，熊市理论家们仍一直在鼓吹他们的理论依据来源于美国在2006年出现的平缓或者略微逆向的收益率曲线。整个2006年，专家们一再警告人们经济萧条将要出现，但结果经济萧条没有发生，而且全球股市形势不错。美国的经济发展速度可能有所减缓，但是还不至于下降。CNN.com网站有个民意测验栏目，当时曾提出一个问题，询问民众是否认为自己正生活在一个经济萧条的时期，我觉得非常有趣。经济萧条不是观念问题，无论我们是否真的处于经济萧条期，接受CNN.com询问的读者的感觉仅仅是他们的感觉而已。我观察后发现大约50%的民众说"是的"，他们认为自己处于经济萧条期。CNN.com应该这样询问民众："你知道什么是经济萧条吗？你知道怎么衡量经济萧条吗？"

2006年美国的"逆向"收益率曲线没有产生实际作用，因为媒体完全认定它已经被市场化了，而且，无人问津的全球收益率曲线一直保持良好态势。如果某个国家自身的收益率曲线是逆向的，但是此时只要全球收益率曲线是良好的，那么这个国家的商业机构、个人客户仍然有机会进行国际商业活动。银行能够继续整日整夜地运行，从一个国家借钱再借给另外的国家，并且参加各种相关的经济、股市活动，当然它们采取了前所未有、五花八门的风险控制方式来降低风险。它们还在各个国家进行投资，使综合风险降低。2001年，小小的经济衰退出现后，没有哪个主要的银行或者股票经纪公司会像在过去经济衰退时期那样倒闭，全球经济一体化是其中一个原因。如今的银行能够妥善处理经济风险，在经济风暴中安然度过。

你可能会说，我所列举的2001年的经济衰退恰好是一次微不足道的经济衰退。时下有一种很流行的想法，认为危机的消失是由于正遇上手球比赛或者2000年11月布什的总统选举。实际情况是，经济危机没有随着所说的手球比赛或者总统选举而消失，在随后的几年中，它也没有卷土重来。为什么这次经济衰退影响不深、持续时间不长呢？我们毕竟经历了一次为时3年的熊市。

因为数据显示并非如此。2000～2003年美国及全球发生的熊市从历史

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

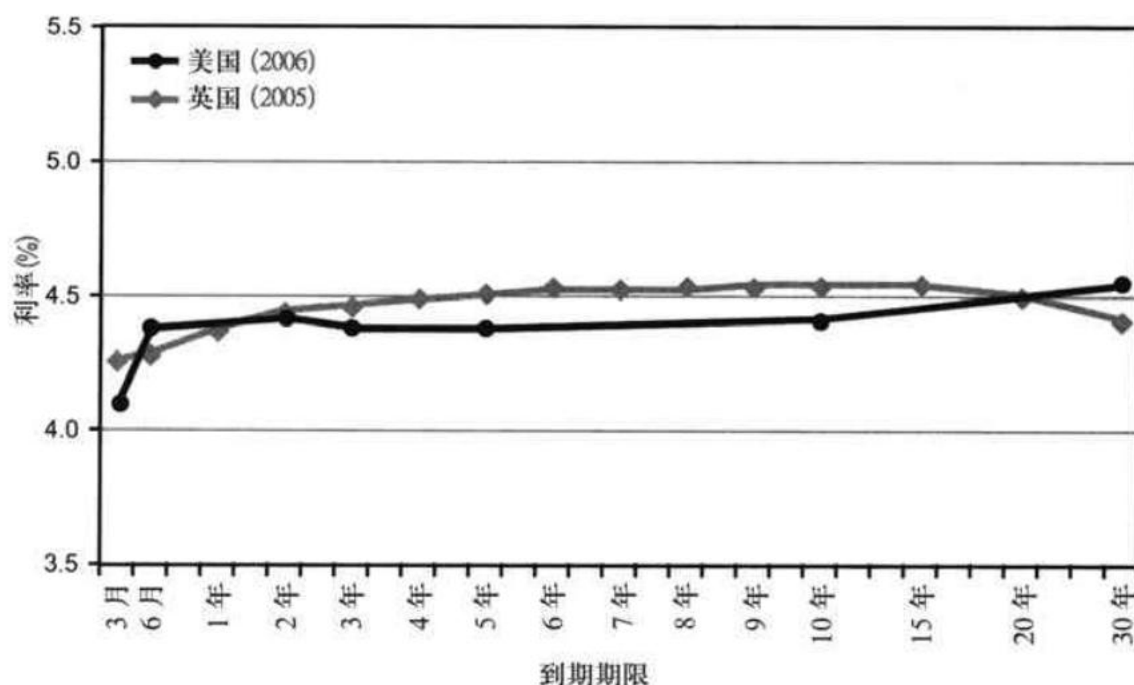


图2.5 2005年英国收益率曲线与2006年美国收益率曲线比较
来源：彭博经济台

上看是比较严重的，但是由于全球收益率曲线呈良好状态，还由于格林斯潘先生和他的海外同行们及时制定出机敏的货币政策，降低税收，人们总算平稳地度过这次经济风暴。此后，美国的GDP在2002年增长3.4%，2003年增长4.7%，2004年增长6.9%，2005年增长6.3%，经济健康发展。2003年，全球股市回报率达到33%，一个新的牛市出现了。

所以，只要全球收益率曲线呈良好状态，美国的逆向收益率曲线就不是经济萧条的标志。至少，这种大环境能启示你决定是选择美国的股票还是选择国外的股票，因为不是所有的股市都是熊市。作为股市和全球经济体的一个指标，全球收益率曲线比单个国家的收益率曲线有用得多。

2005年英国股市行情很好地印证了这个规律。2005年初，英国的收益率曲线几乎跟美国在2006年初的收益率曲线一致，如图2.5所示。

然而2005年，英国经历的不是熊市也不是经济衰退，英国的经济发展势头依旧十分强劲。当全球收益率曲线呈良性状态时，平缓或者逆向的单个国家收益率曲线的效力就被削弱了。所以逆向曲线不一定预示着坏的结局（这个特点很简单也很容易发现，但是对多数人来说是发现不了的）！

据我了解，在我构建GDP比率全球收益率曲线之前，没有人以这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.5 1986～2005 年各种股票在规模和形式上主导地位的变化

1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
欧澳远东成长股 71%	欧澳远东价值股 31%	欧澳远东价值股 31%	美国大型成长股 36%	美国长期债券 6%	美国小型成长股 51%	美国小型价值股 29%	欧澳远东价值股 40%	欧澳远东价值股 11%	美国大型成长股 38%
欧澳远东价值股 69%	欧澳远东成长股 71%	美国小型价值股 29%	美国大型股 32%	美国大型成长股 0%	美国小型价值股 42%	美国大型价值股 11%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东成长股 71%	美国大型股 38%
美国长期债券 25%	美国大型成长股 6%	欧澳远东成长股 71%	美国大型价值股 26%	美国大型股 -3%	美国大型成长股 38%	美国长期债券 8%	美国小型价值股 24%	美国大型成长股 3%	美国大型价值股 37%
美国大型价值股 22%	美国大型股 5%	美国大型价值股 22%	美国小型成长股 20%	美国大型价值股 -7%	美国大型股 30%	美国小型成长股 8%	美国大型价值股 19%	美国大型股 1%	美国长期债券 32%
美国大型股 19%	美国大型价值股 4%	美国小型成长股 20%	美国长期债券 18%	美国小型成长股 -17%	美国大型价值股 23%	美国大型股 8%	美国长期债券 18%	美国大型价值股 -1%	美国小型成长股 31%
美国大型成长股 14%	美国长期债券 -3%	美国大型股 17%	欧澳远东价值股 15%	欧澳远东价值股 -21%	美国长期债券 19%	美国大型成长股 5%	美国小型成长股 13%	美国小型价值股 -2%	美国小型价值股 26%
美国小型价值股 7%	美国小型价值股 -7%	美国大型成长股 12%	美国小型价值股 12%	美国小型价值股 -22%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东价值股 -11%	美国大型股 10%	美国小型成长股 -2%	欧澳远东价值股 12%
美国小型成长股 4%	美国小型成长股 -10%	美国长期债券 10%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东价值股 11%	欧澳远东成长股 71%	美国大型成长股 2%	美国长期债券 -8%	欧澳远东成长股 71%

来源：汤姆森金融数据源，爱伯森分析机构

方法总结全球经济环境。这是由问题二带来的简洁而又完美的收获——发现多数人没有发现的规律：今天，全球化经济带来的影响大于国内自身的经济带来的影响。而且，探究他人未探究过的东西对大多数人来说并不复杂，这些方法都是最基础最简单的，理论性不强，所以不难把握。

之前我们说过，这个方法可以用来检验其他理论，比如，全球财政赤字是否影响全球GDP和全球市场；全球通货膨胀是否会引起美国和其他国家产生通货膨胀。你可以像我一样，设置一个GDP比率全球货币供求表来验证事实。为什么?因为全球货币流通逆差引起全球通货膨胀，这不是某个个别国家的经济形势可以决定的。人们最担心的事情是贸易逆差或者货币流通逆差，但是站在全球化高度上，这些问题就不存在了，不过在本书中我还是会讨论这些问题的。很多领域都要求人们从全球化的角度思考问题，“思维全球化，操作本地化”这句话说了很久，但是它没有得到真正的应用，这是一句非常有价值的名言，它永远走在时代的前沿。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
美国大型成长股 24%	美国大型成长股 37%	美国大型成长股 42%	美国小型成长股 43%	美国小型价值股 23%	美国小型价值股 14%	美国长期债券 18%	美国小型成长股 49%	欧澳远东价值股 25%	欧澳远东价值股 14%
美国大型股 23%	美国大型股 33%	美国大型股 29%	欧澳远东成长股 71%	美国长期债券 21%	美国长期债券 4%	美国小型价值股 -11%	美国小型价值股 46%	美国小型价值股 22%	欧澳远东成长股 71%
美国大型价值股 22%	美国小型价值股 32%	欧澳远东成长股 71%	美国大型成长股 28%	美国大型价值股 6%	美国小型成长股 -9%	欧澳远东价值股 -16%	欧澳远东价值股 46%	欧澳远东成长股 71%	美国长期债券 8%
美国小型价值股 21%	美国大型价值股 30%	欧澳远东价值股 18%	欧澳远东价值股 25%	欧澳远东价值股 -3%	美国大型价值股 -12%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东成长股 71%	美国大型价值股 16%	美国大型价值股 6%
美国小型成长股 11%	美国长期债券 16%	美国大型价值股 15%	美国大型股 21%	美国大型股 -9%	美国大型股 -12%	美国大型价值股 -21%	美国大型价值股 32%	美国小型成长股 14%	美国大型股 5%
欧澳远东价值股 9%	美国小型成长股 13%	美国长期债券 13%	美国大型价值股 13%	美国大型成长股 -22%	美国大型成长股 -13%	美国大型股 -22%	美国大型股 29%	美国大型股 11%	美国小型价值股 5%
欧澳远东成长股 71%	欧澳远东成长股 71%	美国小型成长股 1%	美国小型价值股 -1%	美国小型成长股 -22%	欧澳远东价值股 -18%	美国大型成长股 -24%	美国大型成长股 26%	美国长期债券 9%	美国小型成长股 4%
美国长期债券 -1%	欧澳远东价值股 2%	美国小型价值股 -6%	美国长期债券 -9%	欧澳远东成长股 71%	欧澳远东成长股 71%	美国小型成长股 -30%	美国长期债券 1%	美国大型成长股 6%	美国大型成长股 3%

收益率曲线能告诉我们什么？

现在，你对收益率曲线的看法可能已经被更正过来了，那么收益率曲线究竟能告诉我们哪些别人不知道的股市信息呢？表2.5表示的是各种股票在规模和形式上主导地位的变化，从中你已经能看出一些端倪。

表2.5告诉我们，没有哪种规模或者哪个种类的股票能一直占据股市的主导地位，值得注意的是，我们不可能预先知道哪支股票将占据主导地位。你能通过表2.5看出增长股让位给价值股的循环何时开始出现的吗？如果能，那么谁不想找到这个规律呢？如果你能预言未来将是哪支股票的市场，你能知道这种变化出现的时间，那么你就掌握了别人不知道的信息，能及时地用低价买进、高价卖出股票，从而在市场上大获成功。

再来看表2.5，如果你买进了去年获利颇多的那支股票，那么往往会成为今年的失败者——除了20世纪90年代末美国大型股票长时间占市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主导地位的时期；另一种情况是，你狂热地关注某支冷门股票，例如从2000年开始就一直表现不佳的股票，可能最近你终于获利了。如果真有一种方法能够让人们知道何时该转换股票类型，那么在股市摸爬滚打多年的投资者又怎么会与这些方法失之交臂呢？

前面我们已经做了类似于图2.6的一个图表，它说明的不是全球收益率曲线，而是短期利率与长期利率之间的差额。但是在图2.6中，我们还增加了各个时期股市中价值股和成长股各自的影响力这一因素。例如，1987年收益率曲线的差额达到2.5%，价值股在随后的10年里占了主导地位，占整个股市的28%。接着，收益率曲线趋于平缓甚至逆向，这时成长股占了主导地位，直到收益率曲线趋于上升。这个模式处在不断的循环中——有时，一种类型的股票长期占主导地位甚至起决定性的作用，占整个市场的55%甚至76%。不敢违背联邦财政局的举措或者担心利率过高或过低的投资者，就不可能发现这些隐含在表面现象之下的重要模式。

图2.6显示，在全球收益率曲线上升后，价值股的势头压倒成长股；

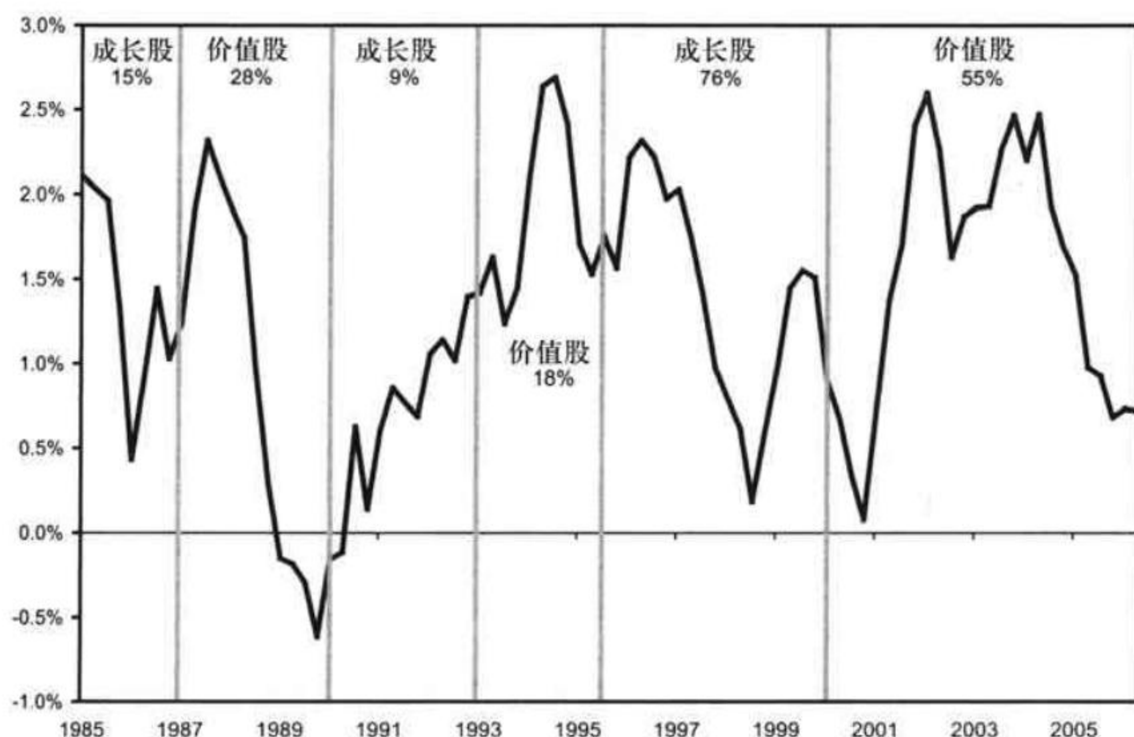


图2.6　与全球收益率相关的成长股与价值股的影响力

来源：彭博经济台，全球金融数据库，国际货币基金组织，汤姆森经济数据源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曲线持平后，成长股又开始占主导地位。两者之间是如何转换的却不得而知。收益率曲线的变化往往是突然的，主导股的转换也是如此。不同类型股票的业绩有很大的区别——我们指的不是百分率的些微变化。如果市场正巧处于主导股的转换期，股票的优势由最基础的市场决定，一半的市场以成长股为基础，与价值股平分秋色。很简单，全球收益率曲线告诉你何时该从价值股转向成长股，何时又该回到价值股。在收益率曲线趋于平缓时，股市正在进入成长股主导的时期，如果它是上升的，那么价值股就要开始支配股市。如果它又持平，那么又是成长股占主导地位的时期了。

成长股与价值股，区别在哪？

什么是成长股？什么是价值股？两者究竟有什么区别？

你若是在投资词典或者网络上查找“成长股”和“价值股”的定义，你会发现各种错误的定义。例如，可能把成长股描述为“回报较高”，但是“风险较大”；把价值股描述为“风险小”、“收益少”，但是“非常稳定”。这些说法都没有道理。不论是成长股还是价值股，作为一种类型，在很长一段时期内，其风险具有不同的特征。但是它们交替出现在股市中，迎合人们的喜好。在某段时期，美国股市中的成长股稳稳地战胜了价值股，如1994～2000年这段时间。其他时候，美国股市中的价值股又战胜了成长股，如2000～2006年这段时间。所以你必须知道如何辨认股市中的成长期与价值期。

很多人都认为成长股的价格收益比很高，而价值股的价格收益比较低。但是高于什么、低于什么呢？有可衡量的标准吗？一些专家拿出一些臆想中的标准穿凿附会。投资者还是以自己选定的基准指数作参考为佳。

在你自己选择的指数中找到价格收益比——以标准·普尔500指数为例，你可以在任何公布经济数据的网站上找到标准·普尔500当下的价格收益比。但是确认要找的是“今后的价格收益比”而不是历史数据，因为我们关心的是股市的发展趋势，而不是已成定局的历史。现在我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

找到了可以作为参考标准的数据，2006年6月标准·普尔500指数的当前价格收益比是13.6。

现在，我们可以暂时认为股市中价格收益比高于13.6的是“成长股”，低于13.6的为“价值股”，接近基准价格的，作为中立股。你越是偏爱成长股，你的投资组合的平均价格收益比就必须跟基准价格收益比越接近，偏爱价值股也是一样，但结果相反。当然，也有人可能偏爱中立股。必须弄清楚的是，有些公司当前没有收益，也没有价格收益比，所以你不知道它们的股票是成长股还是价值股，因此需要借助其他手段，例如价格－账户比率、价格－销售额比率。用这些数据，使用刚才介绍的方法，我们可以得到比较准确的答案。

个人做分析时，衡量美国股市，最好使用罗素指数和威尔希尔指数。它们都对成长股和价值股有具体的指数分析，每种都涵盖小型、中型、大型不同规模的股票，所以你可以根据具体情况选择合适的指数。这两个指数的信息和历史数据在它们的网站主页上可以找到，网址分别是www.russell.com/us/index和www.wilshire.com/index。同时，你还可以借助MSCI的工作人员计算国际成长股和价值股的指数，找到这些指数所在的网站www.mscibarra.com，在自动下降的方框内选择股票类型，价值股或者成长股。这样，你就能把这些指数的历史数据与你自己定的基准指数进行比较，看出成长股与价值股何时谁领先何时谁落后。

收益率曲线的波动是银行贷款的风向标

人们也许能看出，收益率曲线趋于平缓时，成长股占据市场的主导地位，但是这说明什么呢？如之前我所说的，很多存在的模式没有什么意义。如果你因为看到某个相关性图表而准备改变自己的投资策略，那么你一定要确定这个相关性是否有因果关系。没有因果关系，就没有理由改变投资策略。如果某些事情的发生是由另外的一些事情引起的，那么它们之间就有相关性，但是两个相关变量不一定存在因果关系。学过统计学的人会知道，相关性大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的两件事不一定有因果联系，因果关系也不一定说明相关性大。问题二的精髓是：首先寻找较大的相关性，接着证明它符合简单经济体中的因果联系。

两件没什么关系的事情可能会出于偶然或者巧合就会表现出相关性来。比如抛硬币，即使之前的100次都是头像朝上，再次抛硬币时头像朝上的几率依旧可能是50%。

因为，即使你观察到Y总是紧随X的发生而发生，你也不能断定下一次还是这样，这种可能性不比第101次抛硬币时硬币背面朝上的可能性大。

如果X导致Y发生的几率是70%～80%，你或许会认为它还不到100%，仍是个较低的几率。但是你决不能认为这个几率低！在投资中，100%的事件发生相关性几率是没有的。如果某个相关性达到70%，那么这个几率已经相当高了，剩余的30%因素以后再考虑吧。70%的相关性加上充足的因果关系，已经足以使你在投资中胜出。如果你能一直稳定地获得70%的胜出机会，那么你就能迅速打败所有专业投资者。在其他人都没有发现引起Y发生的原因时，你已经找到了X与Y的内在关系并且证实这种关系在经济上具有合理性，那么你就稳操胜券了！

那么，收益率曲线差额的变化与价值股和成长股有相关性吗？有经济依据吗？绝对有！就是公司增长资本的数量和银行借贷吸引力的大小。

在投资界有句俗话："借短期，贷长期。"短期利率与长期利率之间的差额是银行贷款取得收益的主要依据。收益率曲线越是陡峭，银行获利就越大；曲线平缓时，银行获利就少；如果曲线是逆向的，那么银行就不愿意再贷款，这也就是人们认为逆向曲线意味着熊市要出现的原因。但是，在这种环境下，银行必须寻找风险贷款以获利，银行并不希望继续经营传统的贷款业务而导致亏损。

若是一个理智的银行经理，如果看到收益率曲线呈上升趋势，一定会鼓励贷款部的负责人贷款给客户。曲线越是陡峭，银行越是希望能对外提供贷款；当曲线趋于平缓时，银行对外提供贷款的欲望就降低了。因此，想要知道银行是否愿意对外提供贷款，不是一件复杂的事情。

增值公司获得资本大多数通过借贷方式。当收益率曲线呈陡峭状态时，银行非常愿意对外提供贷款，而且更加倾向于贷款给增值股公司，于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是升值公司和它们的股票持有者就大大获利了。

另一方面，成长股公司聚集资金的方式大多依靠发行新股票。当然，它们可以借钱，但是它们还有权力发行股票，而且发行股票对它们来说比较划算。在收益率曲线趋于平缓时，银行因为利率不高不愿意甚至完全停止对外提供贷款；但是，投资银行仍然十分希望帮助成长股公司发行新股票，因为首次公开募股发行新股票对它们来说都是有利可图的事情。结果，在这种情况下，价值股就不受欢迎了，成长股占了股市的主导地位。这时，成长股公司拥有大量的机会筹集资金，在增值股公司集资不易时获得高收益。

忽略不重要的信息

再次提醒大家，当你无法深究某个问题时，把它进行重新组构或者作逆向思考，从不同视角考虑会给你带来帮助。以价格收益比为例，我们知道从常规角度看，成长股的价格收益比经常高于价值股的价格收益比。假如，某个成长股的价格收益比是50，而某个价值股的价格收益比是5，你知道投资在成长股上相当于用50美元赚1美元，而投资在价值股上是用5美元赚1美元。现在，我们把价格收益比换成收益价格比，正如我们在第一章中介绍的那样，那么50就转换成了1/50或者2%。如果该公司的账务正确、盈利稳定，那么这个2%就是缴税后通过发行股票而获得资本扩张的有效数据。价格收益比为5的公司，收益价格比为1/5或者20%，这种扩大资本的花费比通过长期债券的借贷要高得多。

因此，只要有可能，成长公司倾向于通过发行股票来扩张资本；而增值公司不是这样，它们企图通过借贷资金来扩张规模。

我们再次颠覆原有的观念，重构理念。假设你是银行贷款部的官员，你拥有四类贷款客户：

1.微软，著名的大型成长股公司。

2.福特，著名的增值公司。

3.不知名的小型成长股公司。

4.小镇水泥公司，不知名的小型增值公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你只拥有这四种客户，而且每一个客户向你借的钱数额相同。一天，银行行长过来通知你，说信用市场发生了一些问题，银行不能继续提供这么多的贷款，不然就没有收益了。他让你放弃一个客户，收回 25% 的贷款，让你作出选择，你会放弃哪个客户呢？

你不会放弃微软，因为大家都认为它是世界上最有影响力的公司之一，如果你放弃它，那么你可能会在酒吧里被一群同为贷款部负责人的老朋友嘲笑。同样，你也不愿意放弃福特，尽管它不如微软声名显赫，而且你也可能听说最近丰田汽车的销量超过福特，但是福特还是一个有影响力的品牌公司，所以你依旧不愿意放弃它。把第三类公司砍掉？我认为不妥。当地一些舆论家正在预言，这些公司将来说不定就是微软，如果你不提供给它们钱，那么当这些公司真的壮大时，你又该在酒吧里被周围的朋友嘲笑了。最后，你决定收回小镇水泥公司的贷款，因为这些平凡的小公司潜力不大，人员素质不高。于是你作出决定，继续提供贷款给微软、福特、成长型小公司，收回了小镇水泥公司的贷款。保守的老朋友们自然不会笑话你，在他们嘲笑水泥公司时，从来没有细细思考过，他们从来没有想到与水泥公司的老板打交道。

这么做意味着剥夺了价值股公司的资本，主要是小型价值股公司，也许下次就会是福特这样的大公司，但是没有剥夺成长型公司的资金。小镇水泥公司原本想要扩大规模，但是由于最近股市行情不好，所以只能放弃原来的计划。最后，它只能停止资本扩张，保持资金流通以维持生存。与此同时，成长股公司通过卖股票获得资金能扩展资本，因为成长股的价格收益比高、收益价格比低，它们能继续发展壮大，看上去对投资者大有好处。事实上，高价格收益比的公司能随时根据自己的计划扩展规模，通过卖出廉价股票发展水泥公司原本计划发展的水泥业务，这样就获得了原本属于水泥公司的利益。

继续换个角度看问题

很快，三年过去了，你跟三个贷款客户相处愉快，但是一天，银行行长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又来了，他（我用“他”是因为历来银行的行长大多是男性——我觉得一定是有行业基因一说）说信用市场最近出现新情况了，最近的收益率曲线呈上升趋势，扩大贷款将给银行带来巨大的收益，要求你拓展贷款业务。“出去谈妥一笔贷款生意吧，约翰逊。”行长命令你。“我的名字不是约翰逊。”你嘀咕着。你不会去找微软，因为其股票正在上涨，不需要继续借款了；福特公司借的款已经超过能消耗资金的最高限额了；成长型小公司正在计划发行收益达1200点的股票，不想跟银行的人发生联系，生怕会影响自己的股票。

突然，你想到了小镇的水泥公司。你马上打电话给它，打算贷款给它，该公司的负责人立即从座椅上跳了起来，因为已经好几年没有人找他了。接着，他走到地下室找员工艾德，说：“艾德！还记得几年前我们放入仓库的扩展计划吗?快将它们找出来，把灰尘掸掉！有个精神不正常的银行要贷款给我们了，我们公司马上就要变成成长股公司了！”

最终水泥公司可能没有成为成长股公司，但对它的财政来说，获得贷款确实是有利的。因此，收益率曲线的变化决定了银行何时贷款给水泥公司，何时收回贷款；决定了它的股票何时看上去像是成长股而不是像一堆冷冰冰的水泥。

这个小故事揭示了全球收益率曲线背后隐藏的经济现实。当它发生变化时，银行根据自己的利益作出不同的决定，进而决定了成长股与价值股交替主导市场的状况。

现在，我们的相关性分析获得了经济现实的支持。其他投资者没有思考过收益率曲线如何影响公司的资本扩展需求，也没有想过它如何影响股市收益，他们甚至一开始就不能正确理解收益率曲线的含义。

问题二的答案为股市投资提供了一个很好的理性依据——掌握成长股与收益股交替占据股市主导地位的时机。它们是怎么影响你的投资决定的呢？很简单，只需看看全球经济体系中美国的收益率曲线和利率就行了。在短时间内，收益率曲线由上升转向了平缓，这时价值股在全球市场占了主导地位——这很正常。在我写这本书时，美国的收益率曲线出现了逆向的趋势，但是全球收益率曲线依然是上升的，同时关注全球利率，它会告诉我们什么时候成长股将占主导地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总统任期循环

如果你发现了一个模式，虽然有很强的合理性，却很难用数据证明，该怎么解决呢？如果发现的模式很容易预见，该怎么办呢？这里有一个例子。表2.6显示的是自1925年以来美国历届总统任期内的标准·普尔500指数的年回报率（回报率自1926年始）。我们把总统任期头两年与后两年的数据作比较，发现在多数情况下总统任期的后两年股市年回报率比较高。

用一支铅笔，在1929～1932年的数据下画一条线，大家可能都记得这几年是经济大萧条初期，这种时期不会在近期重演，因为如今我们扩展了银行和市场的形式，知道了经济体和中央银行是如何运作的，这些知识在过去我们是不知道的。在随后的两个总统任期内，只出现了3次负数。1939年的年回报率为−0.4%，并不是很差。即使在1940年，年回报率也仅仅是−10%左右。这几个数据不会使你很震惊，因为这些年正处于第二次世界大战初期。

2000年确实很奇怪，它是一个例外。经历了20世纪90年代的牛市之后，2000年我们又经历了科技股泡沫风波，而且该年年末，又发生了总统选举政治事件。在美国现代社会，出现了第一个没有得到大多数人支持的总统。

不过，这也只是说说而已，美国历史上有不少当选总统的人选举获得的票数并没有超过半数。2000年的阿尔·戈尔，尽管媒体不断谴责批评他的对手，但是他的选票也没有过半，为48%。由于罗斯·佩罗和拉夫·耐德等少数候选人的存在，比尔·克林顿也没有获得过半的票数。亚伯拉罕·林肯在1860年的选举也没有获得过半的票数——他只获得了39.8%的票数，但是在1864年，他获得了55%的选票。人们觉得阿尔·戈尔的票数超过乔治·布什，但在2000年时，他们两位没有一个获得过半的票数，他们的情况与1960年的约翰·肯尼迪和1968年的理查德·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.6 美国历届总统任期内标准·普尔 500 指数的年回报率

总统	第一年	第二年	第三年	第四年
柯立芝	1925 空缺	1926 11.6%	1927 37.5%	1928 43.6%
胡弗	1929 −8.4%	1930 −24.9%	1931 −43.3%	1932 −8.2%
罗斯福 1	1933 54.0%	1934 −1.4%	1935 47.7%	1936 33.9%
罗斯福 2	1937 −35.0%	1938 31.1%	1939 −0.4%	1940 −9.8%
罗斯福 3	1941 −11.6%	1942 20.3%	1943 25.9%	1944 19.8%
罗斯福/杜鲁门	1945 36.4%	1946 −8.1%	1947 5.7%	1948 5.5%
杜鲁门	1949 18.8%	1950 31.7%	1951 24.0%	1952 18.4%
艾森豪威尔 1	1953 −1.0%	1954 52.6%	1955 31.6%	1956 6.6%
艾森豪威尔 2	1957 −10.8%	1958 43.4%	1959 12.0%	1960 0.5%
肯尼迪/约翰逊	1961 26.9%	1962 −8.7%	1963 22.8%	1964 16.5%
约翰逊	1965 12.5%	1966 −10.1%	1967 24.0%	1968 11.1%
尼克松	1969 −8.5%	1970 4.0%	1971 14.3%	1972 19.0%
尼克松/福特	1973 −14.7%	1974 −26.5%	1975 37.2%	1976 23.8%
卡特	1977 −7.2%	1978 6.6%	1979 18.4%	1980 32.4%
里根 1	1981 −4.9%	1982 21.4%	1983 22.5%	1984 6.3%
里根 2	1985 32.2%	1986 18.5%	1987 5.2%	1988 16.8%
布什	1989 31.5%	1990 −3.2%	1991 30.6%	1992 7.6%
克林顿 1	1993 10.0%	1994 1.3%	1995 37.5%	1996 22.9%
克林顿 2	1997 33.3%	1998 28.6%	1999 21.0%	2000 −9.1%
G．W．布什	2001 −11.9%	2002 −22.1%	2003 28.7%	2004 10.9%
G．W．布什	2005 4.9%	2006 ?		
中位数	−2.0%	5.3%	23.4%	13.8%
正数年	10	12	18	17
负数年	10	8	2	3
平均值	7.3%	8.3%	20.1%	13.4%

来源：全球经济数据库

尼克松相似。

2000 年，获得大众选票高过布什的戈尔在最后一关——选举团投票时败下阵来。结果，戈尔把国家地图里没有标出位置的佛罗里达州告上了法庭，怀疑之前的投票有失公正。这个事件让选举结果难以琢磨，引起该年底股市的很多反应：2000 年 9 月 1 日，标准·普尔 500 指数增加了 4.3%，而指数出现负数是在该年的第四季度，也就是发生选举风波之后，由此导致2000年——作为美国总统任期的第四年——成了历史上少有的指数负增长年。

我们只能说，除了意外事件的发生，在总统任期的后几年股市一般

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会出现负增长。而且，这些数据非常明显地表明，总统任期的第三年是最佳投资年——因为我们看出所有总统任期的第三年平均收益最高，而且具有一致性。

相反，市场风险在美国总统任期的头两年表现最明显，这样，出现了另一个规律。在总统前一半任期中，出现了一个负增长年，通常都只是一年。如果第一年是负增长年，那么一般来说第二年就不是了，反之亦然。有可能偶然出现总统任期头两年连续都是增长年，但是这种情况很少出现。再提醒一次，你可以无视1929年和1930年的经济数据，因为那时是经济大萧条时期，所以这些数据变化异常。尼克松的第二个任期被中途截断，该年也出现了负收益率，那时也是一个非常特殊的时期。

经济大萧条

值得注意的是，美国的经济大萧条是全球经济大衰退的一部分，这一点很多历史学家没有想到。人们通常听说，经济大萧条是对美国的惩罚，主要归咎于联邦银行的错误决策、泛滥的个人主义和腐败、胡弗总统操纵的放任自由型政府。当时，美国确实出现了很多错误，经济历史学家却歪曲我们的经济大萧条，其实，它原本是不可避免的全球经济现象的一个组成部分。

没有人能预言天才的骗子会做些什么

接下来，我要提到的这个规律用粗略的数据统计很难证明，但是这个规律在经济上非常有道理。股市最不喜欢不确定性，而美国新总统或继任的总统会给股市带来极大的不确定性。如果政治家是骗子，一个能赢得美国总统竞选胜利的天才算是其中最出色的骗子。没有人能预料一个天才骗子接下来会做些什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年，乔治·W·布什违反了所有总统都知道的竞选规则——在竞选中期没有把权力输给国会中的反对党。布什是美国100多年来第一个在竞选中期为自己的政党获得国会席位的共和党总统。总统都清楚在竞选中期自己所在的政党会把权力输给反对党，所以，无论立法程序的通过是多么麻烦、国会的责难是多么难以接受，总统明白自己必须在任期的头两年平稳地度过这些危局。如果他在任期的前两年不能使这些程序合法化，那么在接下来的任期中，他就更加难以做到。

财产权利调整一般都出现在总统任期的第一、第二年。资本主义的基础和资本市场的稳定、财产权利的稳定有密切的关系。我们通常认为财产权利是上帝赋予的，因为在世界历史上，美国的财产权利法是最完善最稳定的法律系统。任何对神圣的财产权利构成威胁的风险都会造成资本市场震荡。

每个美国总统在他任期的第一年——相当于任期的蜜月期，非常渴望扩大自己在竞选中获得的政治资本。新任总统表情严肃，眼睛却闪闪发亮，身边有家人陪伴，他经常走出白宫大门，希望解决一些艰难的事情。于是，每一届总统任期的前半部分时间，财产权利再分配带来的风险是促成熊市发展壮大的强大动力。因此，总统这段时间的政务以繁忙的立法议程和防止熊市的发生为主。这不意味着总统的立法提议很快就被通过，但是总统知道会有进展，一旦他的提议被通过就带来了市场最反感的风险。

尽管克林顿在竞选时承诺要降低税收，但在1992年选举获得成功后，实际上他却提高了1993年的税收，紧接着在1994年，他整顿国家卫生保健系统（财产权利的一次变动）。这些行为都像是一个骗子所为。另外，布什在总统任期内，没有提出过任何一项实质性的法律议程，这对防止熊市的发展起了很积极的作用。

任何一项新的法律提议都包含了潜在的政权变化以及财产的再分配。无论政府打算做什么，无论这项新的建议听上去多么完美，无论它带来的利益是多么明显，新的法律都意味着财产的转移和变化。降低穷人和老年人的医药费！谁会说这项建议不好呢？对破坏社会安定的人——恋童癖、强奸犯、扼杀小狗的人采取更加严厉的惩处?无论怎样的建议，美国政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从一个阶层获得钱，围着这些金钱转一转，然后就把剩下的钱交给另外一个阶层的人。我们很清楚自己对失去财产的反感甚于我们对获得财产的快乐。在这种财产转移中，尽管失去的财产和获得的财产在数量上是一样的，但是失去财产的人的怨恨感大于得到财产的人的幸福感。不乐意失去自己财产的人把这种再分配看成是一种行凶抢劫，股市就是这么认为的。结果，在每个美国总统任期的第一、第二年，股市形势总是不好的。

在总统任期的第三、第四年，我们了解了我们的总统，他可能是一个不讨人喜欢的总统，但是他是时代选择的总统。我们再也不会为某些变化而惊奇，我们觉得自己可以预测他会做什么，他的日程安排是什么，相信他拥有把事情处理妥当的能力（或者无法处理，有时“无法处理”也是好事，因为这样就不会引起政治上的变化）。

有的总统会在任期第三年犹豫不前，没有政绩。在选举时，责怪他的内阁没有尽到责任。平静的政策环境让整个市场变得很平静。

我们对总统任期的研究还没有结束。问一下你自己，还有哪些潜在的规律是别人没发现的或者可以在投资中使用的呢？我们知道头两年股市风险很大，那么在连任总统的第二个任期的头两年，股市有什么特点吗?接下来，我们来研究总统连任时的股市特点。在表2.7中，你能看出

表2.7 美国历届总统任期的股市状况

连任			第一任期第一年标准·普尔500指数	第二任期第二年标准·普尔500指数
选举年	党派	总统		
1900	共和党	麦金利	19.8%	4.9%
1904	共和党	西奥多·罗斯福	19.7%	6.8%
1916	民主党	威尔逊	-25.3%	25.6%
1924	共和党	科立芝	29.5%	11.6%
1936	民主党	富兰克林·罗斯福	-35.0%	31.1%
1948	民主党	杜鲁门	18.8%	31.7%
1956	共和党	艾森豪威尔	-10.8%	43.4%
1964	民主党	约翰逊	12.5%	-10.1%
1972	共和党	尼克松/福特	-14.7%	-26.5%
1984	共和党	里根	32.2%	18.5%
1996	民主党	克林顿	33.3%	28.6%
2004	共和党	布什	4.9%	

来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市有什么规律吗？

我们再一次发现，在同一行里不会找到两个负数，除了尼克松总统那一行有点古怪。在不是负增长的一年之后，股市似乎能出现一个大的正增长年。美国总统第二个任期的第一、第二年，平均增长率分别达到了21%、22%，这是非常可观的增长。这个例子中，我们看到了现象背后发生的事情。历史数据显示，总统任期第一、第二年的平均增长率低于总平均水平，但是正增长与负增长的数值差额也非常大。平均值是带有欺骗性的，2005年小小的正增长与我们前面所说的总统任期头一年一般出现负增长或者大增长这个规律不符。

综上所述，在美国总统任期的第一、第二年，股市的风险逐渐增大，后半任期内股市形势越来越好，并且第三年的股市形势是最佳的。如果第一年股市不是负增长，那么接下来股市将大幅度增长，而且在总统的连任期也是如此（尽管2005年和2006年的股市形势不是这样，但是我们能预见2009年和2010年的股市形势会符合这条规律）。而且，非负增长的股市随后将大幅度增长这个观点是很有道理的，随着政治风险的消退，股市形势也越来越好。这本书在2007年出版，2007年是布什总统第二任期的第三年，股市将会平稳地上涨。我们能把整个房子的钱押在股市上吗？不行。如果大家都开始讨论第三年股市会上涨，那么我知道这个信息的价值已经被股市打了折扣了，无法预测股市的走势，甚至熊市可能会出现。如果人们热烈地讨论这个规律，但是仅仅是在嘲笑这个理论，那么2007年的股市还是很好的。

这样的例子很简单，但这正是挖掘别人不会挖掘或者不想挖掘的信息的例子。不过要是大家都开始挖掘同样的信息，那么这些信息又没有价值了。

高明的政治家

大多数美国总统在他们任期的头两年，即国会实力强大而且拥有可消耗的政治资本时，开始执行富有争议的日程。真正聪明的骗子应该做出假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

象，让民众以为他会按常理做事，但实际上他仍旧在任期的头两年积聚大量的政治资本。他可以减少政策变化，这样股市将更加稳定，因此博得人们的欢心，那么支持他的人就越来越多，他的政治资本继续扩大，为自己的政党在国会中赢得更多的位子。他在任期后半期内推行新的政策受到的阻力会大大减小，他将更有效地推行政策改革，也避免了风险和市场的负增长。尽管至今我们没有遇到这么有水平的政治家，但是将来某一天我们会遇到。

不断地测试

可能你会觉得很奇怪，为什么我会在书中与大家分享自己发现的投资秘密，这样我的优势不就丧失了吗？现在大家都知道了我的秘密，那么它很快就融入股市，不再起作用了，对吗？

可能会这样，也可能不会。这个美国总统任期理论，我已经探讨研究了很长时间。一旦我发现了某个新的理论，我都要不断地验证，确定它还没有被市场化；一旦我开始挖掘新的信息，我都要察看一下别人是否能挖掘到这些信息。我测试这些理论的方法就是把我的成果告诉别人，人们越是觉得这些理论奇怪就越说明他们没有研究过这些理论，我相信这些理论还十分有效呢。如果人们开始拥护这些理论，觉得它们非常有用，那么它们就不起作用了。如果原本无人挖掘的信息被广为传播，就该舍弃这个信息，寻找新的信息。

使用问题二可以帮助你找到一些在未来3～30年内将会成为常识的信息。但是一旦人们认可了你的新发现，你的发现就没有利用价值了。所以必须进行检测，问问你的朋友或者同事，他们是否意识到收益率曲线的变化意味着主导股票的变更，问问他们是否有关于总统任期的发现。只要他们的回答是诸如“什么？”“真是疯狂！”“你疯了吧！”之类的话，那么你的理论还是很有价值的。

我把自己数年来部分的发现告诉别人，所以我就知道了什么理论是我可以继续使用的，什么理论是没有使用价值的。有很多朋友一味重复使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

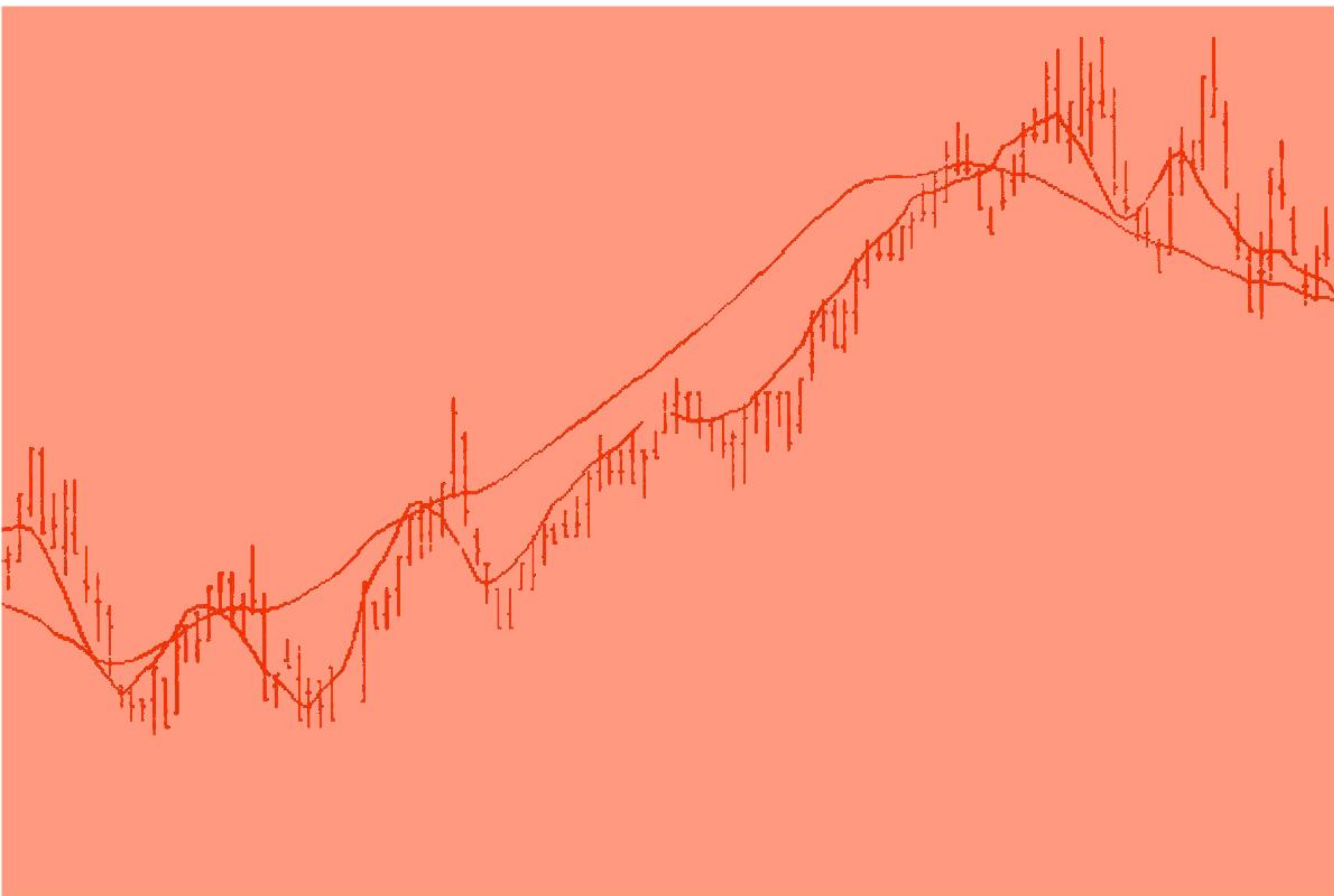
他们所学过的知识，总是在思考为什么他们不能掌控市场。要在投资界获得成功，不断地创新和不断地测验是必需的。

现在你可以使用问题二来摆脱盲目的投资状态，用问题二来挖掘别人难以挖掘的信息。然而，如果你不能很好地控制自己的大脑，以上所说的理论还是不能让你从过去的错误中走出来。成功的投资是反直觉的，你必须时刻提醒自己注意这一点，你必须有反叛精神。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

3 问题三：大脑中究竟是什么在误导我？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大脑进化的缺陷

经济学的第一要义是："低买高卖。"

我们都知道自己要实现的目标，但是很多时候结果却与目标相反。"低买高卖"很难做到吗？非常简单，货物价格低的时候就买进，等价格升高之后卖出。不过，问题在于这种做法是无止境的，投资者反而经常做出低价出售的行为。图3.1说明了这一情况，它反映了资金流动量——每月股票互惠基金流入与流出的总数额。

2000年2月，股票互惠基金的流入额达到最高值。这是近几年来走出股市的最佳时机，因为熊市达到了最高点。很快，情况完全相反了，人们在7月份纷纷拿出资金——股市最迷人的时刻，新的牛市即将出现。很明显，投资者在高价买进低价卖出，在股市衰退的时候进行交易。

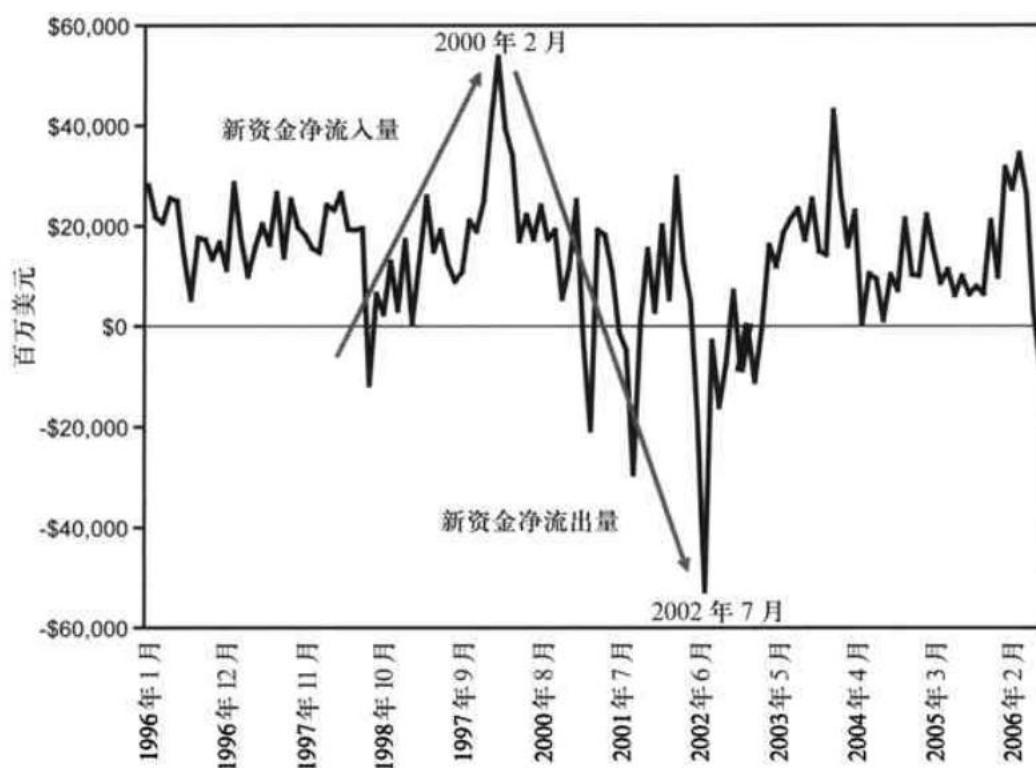


图3.1　股市互惠基金的净流量
来源：投资公司机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有哪个投资者打算高买低卖，这样做无疑是很愚蠢的，但是为什么最终很多人还会这么做呢？因为他们不动脑子，并且寻找各种借口为自己开脱。2000年之后，安然、世通之类的公司，为了逃避责任，把投资错误的责任归咎于首席执行官身上。如果美国的首席执行官们不是盗贼和骗子，大家的投资政策就非常完美了，对吗？杰弗瑞·斯克林、肯·雷以及其他一些人都是牺牲品，对吗？或者是因为伊拉克战争，或者是因为资源枯竭、非法联盟、通货膨胀、银行利率、自然灾害。无论找个什么理由吧。

大脑——你投资的最大敌人

把你指向别人的手指收回来。如果你想知道自己投资失败的原因，你应该看看镜子里的自己。投资的最大敌人是你的大脑，更准确地说，最大的缺陷是大脑的进化程度。

人类进化过程主要体现在以下几个方面：成为寻找猎物的猎人、适应游牧民族的生活、捕捉野生动物、采集新鲜的食物、为了繁衍后代而寻找配偶、躲避食肉动物的攻击以及寻找安身之所。这些都是人类大脑在进化中必须考虑的问题。

石器时代我们的祖先为生存所做的努力影响着我们现在的行为。我们祖先的朋友是他们部落的成员——他们可以信任的人，他们的敌人是凶残的野兽以及神秘的自然力量。所以，他们聚集在一起是为了确保安全，他们点燃篝火是为了驱赶黑暗、驱赶野兽。我们的祖先只在有限的领域遗传给我们错误的思维方式，这些思维方式并没有给我们如今的日常生活带来不便。

在批评家眼里，进化心理学的研究几乎可以等同于大众文化的研究。这不是在歪曲进化心理学的字面意义，这个领域有本入门书，是由哈佛大学教授斯蒂芬·品克写的《心志探奇》（1997年，牛顿出版社），内容涉及面很广。但是我始终认为，我们对市场做出第一判断凭借的是进化了几千年的大脑，我们无法逃避固有的思维模式。由于我们无法把25000年前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人类祖先拿来做研究试验，所以无法证实我们是否延续了他们的思维方式。但是基于在我看来合理的研究发现，我认为，如果在研究股票市场时，从心理学角度出发研究自己的思维方式，会发现人类大脑的确受到固定思维的控制。

我们的大脑接受信息的模式是这样的：一旦信息的形式符合大脑预设的接受模式，大脑就认为该信息是正确的，轻易地接受了它。当信息的形式是大脑不熟悉的模式时，经常会忽视这些信息。在接下来的内容中，我将和你一起把经济现象再一一进行分析，因为行为经济学不是以进化心理学为依据，所以在过去的30年中，行为经济学还有很多没有发现的秘密，借助进化心理学的理论可以使这些秘密浮出水面。

行为经济学

行为经济学是一门新兴学科，该学科的研究综合了经济学与人类行为心理学的内容。研究者希望拓展人类现有的市场运作知识，但是更重要的是研究人类大脑的思考方式与市场风险的关系。直至最近，经济学研究才开始重视投资学工具，包括统计学、历史学、市场机制。X股产生的回报比Y股产生的回报是高还是低？投资组合该如何设置？如何认识投资组合的多样化？哪种指数比较好？什么是易变性的最佳衡量工具？对于方差最优方案，我们该使用方差还是协方差？这些都是市场机制、历史学、统计学研究中最基本的问题。

20世纪90年代的经济学教科书与70年代的教科书差别不大，其中无非介绍了最新的经济技术、法规以及产品，这些当然应该介绍，但是这些主要还是投资工具。经济学的传统认识方法产生了传统经济学理论，即人们合理的扩张、自利的行为会形成有效市场至少是半有效市场，无视非理性的个人行为。

与传统经济学理论相反，行为经济学把人的狡诈行为或者固有的经济观念看做是普遍现象，把非理性行为看做潜在行为，承认投资者有时会做出非理性的行为。行为学家研究的是这种非理性行为出现的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你接受了进化论所说的“我们仍然受石器时代祖先影响”的观点，那么你就能很好理解非理性行为。有一个不可否认的事实——现代人的大脑是由远古人类的大脑进化而来的。投资者不是理性机器人，是活生生的人，会经常做出疯狂的经济决定。我们的大脑不是用来投资的，我们的大脑是用来如何使自己生存以及更好地生存的。

人们会问：“边缘资金到哪里去了？”边缘资金，指的是制度上的资金——巨额的退休金、捐款或者由职业人员积累的共同基金。其实并没有什么“边缘资金”，只有愚蠢的钱。在交易时，总有一方是对的，一方是错的；有些机构的决定正确，有些机构的决定不正确；有些专家的决定正确，有些专家的决定错误，在市场中没有谁能保证所做的决定永远正确。交易中正确的一方也会出错，甚至正确的选择只是一时运气好的原因。

如果我们能了解人们做出各种行为的动机，我们就能明白市场的运作规律，并且基于这种认识，我们能做出更好的投资决定。如果你能控制自己的大脑，就能控制自己，也就能避免典型的投资错误并且降低投资的错误率。这需要用问题三来帮我们解决。在采取任何市场行动之前，你一定要仔细想想：“大脑想要误导我什么，是什么原因使我陷入盲目，使我认错了形势？”毕竟，如果你能破解市场密码，更好地了解大脑的决策过程，就能克服大脑的思维习惯，掌控市场。

你的大脑跟洞穴人的一样，这不是你的错。虽然以现代的眼光来看，因大脑进化缺陷人类做了很多愚蠢的事情，但是在石器时代人类的行为仍是聪明的举动。问题一和问题二的作用是帮助投资者制定市场决策的大致框架，如果大脑的思考方式不对，那么前两个问题派不上用场。因此，我们需要借用问题三。

从某种角度看，人类是非常聪明的，即使大脑接受的信息只有部分正确，人们也能明白这些信息的意思。但在现实中，如果正确的信息输出方式不对，大脑是无法察觉到的。之前所说的价格收益比就很好地证明了这点，自从把它转化为收益价格比——形同利率（缴税后所得利润），它的意义就变得非常重大。价格收益比为 8 意味着 12.5% 的回报，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比6%利率的税前债券更吸引人，人们很快就接受了这个道理。问题三的关键是知道在哪种情况下大脑容易接受信息，什么时候大脑固有的接受信息方式妨碍了人类正确地认识事实。

伟大的戏弄者

我们只能从伟大的戏弄者TGH上找原因了，否则难以解释2000年2月投资者纷纷涌入股市而2002年底又纷纷退出股市这一现象？TGH在戏弄他们，因为他们获得相同的信息，作出相同的决定。

TGH有无穷无尽的方法戏弄我们。出现牛市的时候，投资者对股市的热情空前，每个可能买股票的人都去买了股票，于是股市没有了发展空间，只好下跌。更加不幸的是，股市管理层还会掩饰事实，他们不会宣布股市即将下跌，虽然每个人都在期待出现某种关于股市即将下跌的说法，但是从来没有人站出来宣布。如果不出现意外情况，牛市不会突然消失，而且将维持数月，如2000年，在10个多月的时间里，股市的MSCI世界指数一直没有超过8.5%，只是稍微有所变动。2000年9月，标准·普尔500指数依旧是4%。这时，TGH又开始了职业性的呼喊："快买股票啊，现在还不晚，牛市不久就要消失了！"1999年和2000年，"当日交易"成为最流行的工作，成千上万的人放弃自己的工作投入到"当日交易"中，因为它有趣又简单。人们戏称这种投资者为"雄心勃勃型"股民。广大市民转瞬间变成了"当日交易"的拥护者。

当熊市出现低谷时，TGH用不同的方式迷惑人们，只是形式上不同而已，低谷时期的股市吓跑了所有人，最后有很多傻瓜抛掉了股票。就在人们疲惫不堪地把所有股票都卖出时，股市又迅速地回升，把人们抛得远远的。"这只是熊市修正，"权威们唠叨着，"别被骗了。"他们又焦急又担心："股票已经升了很长时间了。"接着，全球股票迅猛上升33%，跟2003年一样。这是最大的戏弄，TGH又赢了，多数人都输了，即使是赚钱的赢家也觉得自己像个失败者。

关于上述情况还有很多话题值得探讨（我们将在第八章中展开）。有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一群权威人士，在股市达到顶峰时说熊市将要出现，并且得到人们的赞同，在股市低谷期，他们依旧预言熊市将要出现。没人想到如果不听取他们的意见，坚持持有股票会有怎样的结果。TGH的工作就是永不休止地把股民吞进来，咀嚼一下，再吐出。

不要以为在股市峰值和低谷之间，TGH无所作为。在正常的牛市或者熊市过程中，市场会出现很多次修正——即从长期看，修正期收益率的变化幅度在10%～20%之间。1998年的修正期，在第二章中已经提到过，美国股市在7月17日～8月31日6个星期内下跌接近20%，这是非常恐怖的。尽管这种修正出现在牛市是正常现象，但是很少有人会意识到下一次会发生什么。修正期内，股民们很愚蠢地抛掉了股票，其实这时股市正有起色，价格会涨到一个新的高度。继续以1998年为例，该年秋季市场的回报率降到了历史最低值，但是年底它达到了28.6%。修正期来去都很快，因为TGH变化非常快。

股市巨大的变动说明修正期到了，以理性和智慧著称的人类就开始喊爹叫妈了。这是再正常不过的现象了，学过经济学的人更明白其中的道理。我的客户或者读者，他们是非常正常的人——可能比一般人更富有，并且在股市上经受过各种考验，仍然会问我：这几个星期股市跌了几个百分比是不是预示着熊市、经济萧条的到来？不是的，降低几个百分点只是TGH的小把戏而已。

破解石器时代的密码——自豪感与受挫感

承认自己的错误是创新的第一步。但是除非问自己第三个问题，否则无法发现自己的错误，问题三：大脑中究竟是什么在误导我呢？在你这么问自己时，能得到多种答案。可能会涉及到你的配偶、母亲、心理学家。这里唯一有关的是股市行为，我们的很多投资错误是由于认知错误导致的，下面我们着重对此探讨一下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自豪感象征成功，受挫感象征失败吗？

在第一章中，我们已经提过普通的美国人（我们确定大家是正常的）讨厌失去的程度是喜欢获得的2.5倍，获得25%的利益与失去10%的利益时的感受程度上是一样的。换一种说法，如果你在这里获得了10%的利润，而在别处失去了10%的利润，你依旧会有一种失败的感觉。因为失去10%的利润给你带来的痛苦比获得10%的利润给你带来的喜悦多得多，因此人们宁可避免失去利益也不想获得同等的收益。这就是人们所说的“憎恨失去”，有时被认为是目光短浅的表现，也是对股市短期波动的过激反应。这能解释很多投资者的错误行为。从根本上说，目光短浅的“憎恨失去”心理会导致两个后果——骄傲与后悔。

石器时代的祖先发明了一种生存法则，被称作“增强自豪感，避免后悔”。想象一下，在黄昏时分，两个猎人回到自己的营地，一个肩上背着两只小羚羊，一个除了损坏的矛之外，什么也没有。逮到羚羊的猎人高高兴兴地回到营地，他在到达营地之前，就知道晚上一定会在篝火边给大家讲述今天狩猎的故事，他知道他的母亲一定会为此而骄傲——在他的同龄人中他是如此优秀，由此他的母亲更加骄傲。他想象很多女孩子用痴迷的眼神望着他，甚至希望部落酋长会把自己高贵的女儿嫁给他，把他带入统治者家族，这一切都使他兴奋不已。那个晚上，他给整个部落讲述了自己如何勇武巧妙地抓到羚羊，带回这只巨大的野兽。他滔滔不绝地讲述自己如何熟练地制作锋利无比的矛，讲起羚羊出没的迹象，炫耀自己把矛投向羚羊时的技能，最后羚羊死在他的矛下。这是在增加骄傲的资本，这种感觉促使他渴望一次一次地外出狩猎，这样他就能继续体验胜利带来的快感。对部落来说，这样的年轻人正是他们所需要的，因为他可以为部落带来富有高热量的动物性蛋白质，这样他们才有能力传递自己的基因，繁衍后代。

同时，我们来看看坐在营地边缘的另一个年轻猎人，他没有捕获羚羊，心里是另一番滋味。他没有捕获羚羊不是他的错，他制作矛的技术也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好，同样经历了追踪羚羊的过程。但是出乎意料，在他瞄准目标之前，突然天空出现一道怪异的闪电把羚羊都吓跑了；或者有人向他借用过矛，所以矛不是很锋利；也有可能在他的狩猎区里有狮子在咆哮；或者那天风太大。他必须编造有说服力的借口，这样第二天他才能继续狩猎，也只有这样做，他的同伴才会让他第二天继续狩猎，同伴们的信任是他继续狩猎的动力。他的部落也需要他，也许今天只是他运气不好；即使他狩猎技术不高，说不定能偶然碰上受伤的动物；明天有可能打了只野狗又遇到羚羊。无论怎样，都值得一试，他还是有可能为部落提供高热量的动物性蛋白质的。

为了增强成功的自豪感、消除失败的受挫感，两个猎人都继续尝试狩猎。两种心理对部落都是有利的，部落的存在和发展就要依靠这些年轻人渴望狩猎的心理。成功的猎人一次次地打猎，不成功的猎人也继续打猎。

很多人说投资者的投资动力是贪婪和恐惧。行为学家不同意这种看法，他们认为在市场上，投资者的投资动力不是贪婪和恐惧，而是增强自豪感、避免挫折，贪婪和恐惧只是表面现象。

自豪感是一种心理过程，它与成功联系在一起，并且这种成功是技术上的成功，是可重复的——抓到羚羊的那个猎人不会认为自己的成功是运气好，他觉得原因是自己本领强。更重要的是，他觉得他能够重复使用这种本领。我写这本书，也是一种自豪感的表现，我不觉得我的职业成功仅仅是运气好而已——我是一个有远见的人。谁愿意相信自己的成功靠的是运气呢？人类的自然本性是：相信成功是由技能带来的，并且具有可重复操作性，绝不是凭借运气。

想象一下你在买进一支上涨的股票之后的行为。有可能这支股票上涨幅度很大，你有没有兴奋得手舞足蹈？有没有为自己庆贺一下？有没有向你的同事、爱人、岳父炫耀？更重要的是，你有没有觉得这种成功是可重复获得的？你可能会说：“我买了这支股票，它上涨了，我真聪明啊。想看看我再买吗？”

惧怕受挫是否认自己对失败应该承担责任——把失败归结为运气不好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者受了欺骗，并不是缺乏技能。没有逮到羚羊的猎人不是因为资质不佳，而是因为环境不利，导致捕猎失败，下次他就能逮到羚羊了。运气差或者受欺骗有很多解释："我买的这支股票跌了，是股票交易商卖给我的，该他负责。""我买的股票跌了，CEO是个骗子。""如果那天早上我妻子没有跟我吵架，我是不会买这支股票的。"而我们的大脑不会产生下面这些想法："我买了这支股票，它跌了，是因为我不懂炒股，下次我再也不炒了。""我应该多学学知识，这样才能有所长进。"

如果猎人们不是为了增强自豪感、消除受挫感，他们会为自己的失败沮丧不已，会放弃打猎这种傻瓜才干的差事，他们不得不想出其他的方法获得食物，传递他们的基因。激励对一个人的行动非常重要，如果猎人被受挫感困扰，最终会沮丧，那么本来有可能获得的猎物就会逃掉，这对保存种族来说是不利的。增强自豪感、消除受挫感是我们祖先赖以生存的精神支柱，这在当时来说是非常必要的。

但是在现代，这些行为会带来决策错误。假设比尔持有的一支股票上涨了40%，比尔选择这支股票是很明智的，他是一个对股市有清醒认识的人，坚信自己可以再次成功——此时，他在增强自豪感。

接着，他的股票下跌了10%，他的痛苦程度是他获得利润时的喜悦程度的2.5倍，而忽视了从总体上看他依旧占了26%的优势。他想逃避这个突然出现的打击，想着如何逃避责任。他认为10%的下跌完全是因为运气不好，因为之前产生的自豪感已经使他认定自己有能力获得成功。他考虑在适当的时机就卖出这支股票，一心想着股市会下跌，完全忘了自己的长远目标，只关注眼前的受挫，只想着如何降低眼前的受挫感。于是，他卖掉了股票。但是，股市又反弹了，而且涨到新的高度。此时，他选择了逃避现实，因为承认这个现实会带来巨大的痛苦，而无视现实正好可以避免后悔。

这种后悔导致比尔为了逃避痛苦而迫不及待地采取行动——卖掉了那支一时相对较低的股票。而又因为之前的自豪感，使他不屑于分析自己的行为，所以他会在以后的投资中重蹈覆辙。对失去的憎恨导致了投资者采取高买低卖的策略——一种非常愚昧的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过分自信的灾难

另一个导致投资失策的错误行为是“过分自信”。近几十年来，行为学有个结论：投资者都过分自信。这种自信正如75%的司机认为自己的技术水平超过平均水平一样。如果石器时代的猎人不是近乎疯狂地自信，他们就不会尝试用绑着石子的木棒去攻击巨兽。他们必须得到这些巨兽，否则就要饿死或者变成素食主义者——从效果上看是一回事。

在古代的狩猎采集时代，食物稀少，生命短暂。考古学家最近发现了一个肯纳维克人——大概于9000年前生活在如今的华盛顿州。专家在他的臀部发现了一个长矛的箭头，这不是致命的一击，他的身上还有很多伤口。肯纳维克人和他的同伴生活一定非常艰辛，他们不断冒险捕猎野兽，因为捕获一个大的动物对部落来说就是1个月的蛋白质来源。根深蒂固的生存欲望促使人们冒险——人们在面临难以克服的困难时一次次地选择了“战斗”。这正像如今人们一个劲地买彩票，他们才不管多久以后才能中奖。

投资者之所以过分自信是因为他们认为自己知道得太多，或者说高估了自己的能力。阅读《华尔街日报》、新闻消息是不能成为投资专家的。但是总有很多人觉得阅读刊物、浏览大众媒体传播的信息就足够使自己在股市胜出。投资现实是非常残酷的，不计其数的受过高等教育、经验丰富的专家跟业余投资者一样，作出愚蠢的投资决定。教育和经验并不能减少投资风险。

不要误会，我并不是主张人们把自己的一生用在追求投资知识上，也不是让人们雇用一个投资专家。正相反！（记住，投资成功的关键是掌握别人不知道的信息，因此你需要运用问题三。）你应该对过分自信有所警觉，因为它会导致严重的失误——每个人都会犯的错误。

例如，过分自信使投资者喜欢投资“首次公开募股”、微型股、对冲基金或者其他一些易变的非流动资金的股票，但是他们忽视或者低估了这些股票的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过度自信导致人们死死抓住某支股票，希望它某天会反弹，即使有非常多的证据证明这是不可能的。假如你用130美元买了3支行情股，在它们跌了一半以上时还坚持对你抽噎的妻子说，这家公司很有实力，一定会涨的——你在掩饰自己的后悔，表现出过度自信。

行为学家注意到股民有一个共同趋向，他们在股票没有达到“无亏损”点时是不会卖掉股票的。每个从事资金经营的人和股票交易商都知道，很多顾客一看原本亏损的股票升到“无亏损点”时，就立即卖出。这些投资者之所以不肯在亏损时卖出，是因为在心理上不肯承认损失，而到了“无亏损点”还不卖的话就一定会后悔。认为自己没有犯错、害怕损失是人类的天性。毫无疑问，在股价下跌时卖出股票是失败者的战略，但是有时你不得不承认自己犯了错误，把这些钱投在别处更合适。

图3.2显示的是20世纪80年代以能源为主导的熊市中一些非常杰出的公司股市的情况。如今，能源已经成为每个人都热衷的话题——因为这个领域的股票最近几年给投资者造成紧张感，也可能是因为能源操纵者们在密谋掏空我们的财富，他们暗中操纵沙特阿拉伯、伊朗、墨西哥、加拿大、尼日利亚或者委内瑞拉，使这些国家对我们的原油要价不断升高。

20世纪80年代，能源股相当热门，我们发现有些股票反弹至无亏损状态要花上10多年的时间。但是80年代之后，赢利的机会就大大增加了。如图3.3所示，多数公司在5～10年之后，标准·普尔500指数有了显著的上升。如果查看近几年技术股的走势，你会发现有类似的现象。股市的增长不会按着你想象中的某个线路走的，你也不该期望这种好事会发生。

说到无亏损投资者，我认为他们的投资战略是为了避免自己事后后悔。当他们急不可耐地抛掉股票时，是因为到了年末，既能不使自己后悔，又能减少税收支出，而且增加了骄傲的资本。他们对自己说，我这样做真是太聪明了，一点也不傻，虽然股票跌了，但是及时脱身了。这样，他就把原本令他沮丧的事情转化成了自己感到骄傲的事情(每个人都想尝试这么做)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

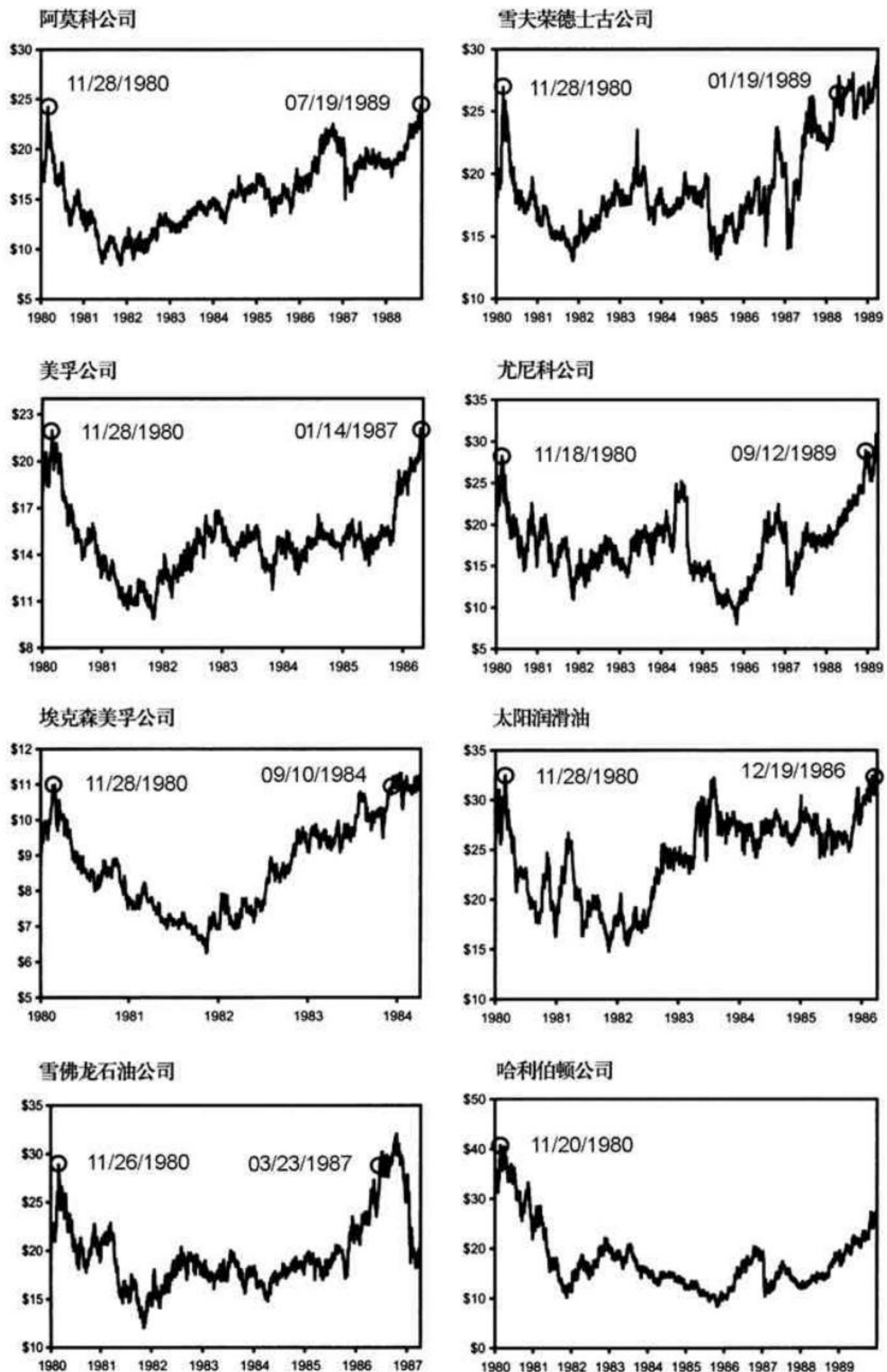


图 3.2　20 世纪 80 年代主要能源股的股市状况

来源：彭博新闻社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

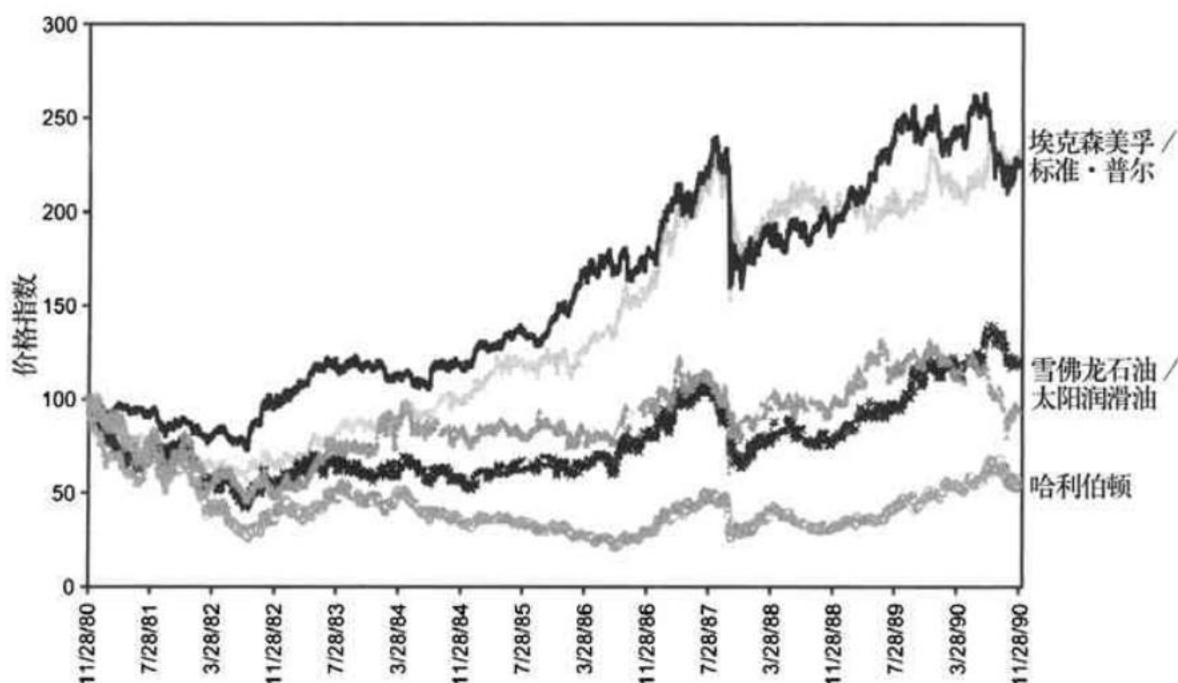


图 3.3 持有股票的机会成本
来源：彭博新闻社

我们在评价投资者的股市活动时，发现偿付应税利润额的投资者中，有少于5%的人反省过自己的行为，并且分析过另外一种选择可能带来的好处——他们不愿意看到的好处。换一种说法，如果你调查一下，就会发现几乎没有人知道股票被自己抛掉之后的走势。因为一旦这些人发现抛掉的股票马上就要上涨了，那么他们会感到非常后悔，他们好不容易积累起来的自信就消失了。事后的分析和观察只会给自己带来更多的麻烦，所以他们选择不加考虑。

过分自信的投资者持有的股票种类不多。可能你购买了一家公司的股票，但是这些股票的金额在你所有投资额中占的比例超过5%吗？如果超过，那么你就过分自信，除非你掌握了可靠的内部消息。但是很多人在作出这种决定时很盲目。任何一家公司，无论发展势头多么强劲，都不能保证其股票不跌价。投资者之所以投资在公司股上，是因为他们听说过一些特别成功的靠投资单股发迹的案例，但是他们往往忽略了事与愿违的情况。投资者会这样说："持有这种股票我很放心，因为我了解这个公司。"就算你是这家公司的生产部会计，也无法避免你的公司股票在市场中不下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安然公司的悲剧

记得休斯敦的安然公司吗？安然公司因为财务管理不善而破产了。安然的股价直线下跌，职员们发现自己突然失业，安然公司成为不法行为的典型。一时之间，所有的 CEO 都被认为是安然公司里贪婪的无赖。

安然公司带给我们一个血淋淋的教训，把自己的血汗钱都投资在安然公司的退休储蓄计划中简直是自我毁灭。每天的新闻都在讲述那些不幸的人，安然公司的终身职员把巨额资金投在了安然股票上以积累退休金。原本辛勤工作、勤俭节约并且自认为非常了解安然公司的雇员，一夜之间发现自己的退休金不翼而飞。他们只好凄凉地变卖房产，延迟退休时间，甚至要去找第二、第三职业。人在年轻的时候穷困一点没有关系，但是在69岁的时候穷困潦倒，问题就严重了。

安然真正的悲剧并不是很多人丧失了财产，真正的悲剧在于这种结局是完全可以避免的。不论肯·莱（安然创始人）、杰弗·斯吉林（安然首席执行官）、安德鲁·法斯托（安然财务总监）是多么地令人厌恶，职员们把自己的财产都投在一个股票上不是这几个人的错。“孤注一掷”本身就有很大的潜在危险，休斯敦人是首当其冲的受害者。

如果他们都采取我的建议，任何一支单股的投资金额都不超过总投资的5%，那么安然的灾难对他们来说只是小小的灾难，不是什么大的灾难。是的，他们是会失业；是的，他们要与一起遭难的朋友们同时在竞争激烈的环境中找工作；他们丢了钱，要去 Applebee 牛排连锁店打工，或者去卖二手车。但是用打工赚来的钱养活自己并不丢脸，总比所有的退休金或者净资产因为一支股票的爆炸而丧失要好。

安然公司把职员为退休储蓄付出的资金与公司的股票相匹配，这固然是一种不算高明的策略，但是事实上，职员们有更多的理由不把资金投资在公司的股票上。我们要责怪就责怪自己的过度自信，不怪肯·莱、安德鲁·法斯托、杰弗·斯吉林。他们该为自己的罪行负责，但是不为职员的投资策略负责。在长达5年的审判之后，这些绅士被陪审团认定有罪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们停下来仔细想想他们做了什么以及他们没做什么。我听到糊涂的记者和权威人士说“莱－斯吉林－法斯托”三人党从职员的退休储蓄中“偷取”资金、“掠夺”退休金。他们根本没有这么做。想想你自己的退休储蓄，其他人想要从中拿钱是多么不容易，而你自己却很容易拿出其中的资金，总有一大堆的文件、保证单来保护你的资金。所以，他们并没有偷走这些钱。莱和斯吉林被查出在安然公司的财务账单中弄虚作假，把亏损归咎于其他公司，使安然公司的业绩看上去十分喜人，但是实际上安然公司的财务已经摇摇欲坠。真相被披露后，安然公司的股票直线下跌，职员们的退休基金也随之失去了价值。紧接着，安然公司破产了，股票持有者一分钱也没拿到。

不过，无论他们的罪行多么深重，他们也没有按着职员的头，限制职员们将退休基金投资在公司的股票上。安然公司职员盲目自信，把所有的资金投在一支股票上，这才是使他们丧失所有退休金和储蓄的真正原因。这种话虽然听起来刺耳，但是有时确实是真理。安然公司职员必须学会反省。

当然，也没有必要非得要将钱投在最没名气的公司股票上，经历真正的股市爆炸。大家都觉得通用公司是全球经营最完善的公司，我同意这个观点。把大部分资金投在通用公司上的股民可能还在为2000年8月至2002年10月股价下跌62%而伤心。尽管通用公司现在已经有了起色，不过在写此书时，它的股价仍然比它最高时低37%。想象一下，如果你即将开始安逸的退休生活，要为你人生剩余的三分之一时间寻求可依靠的经济来源，这种事不会发生在你身上的，你不会过度自信。

确认偏误是在自欺欺人

作为投资者，我们总是在寻找能够支持自己观念的证据，即使是蛛丝马迹也好。我们倾向于忽视与我们意见相左的证据。由于出发点不同，同样的数据对不同的投资者来说，可以有不同的结论——都说数据证明的是自己的观点，不是对方的观点。我一生见过此类例子无数。而且，几乎没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有谁会使用简单的统计知识来证明自己观念的正确性，他们只是过分自信，所以他们不需要用数据验证。

另外一种为自己寻找理论依据的方法是找到某个炒股名家，他说过与你想法类似的观点，你把它信奉为权威，并确信为自己的选择找到了证据。无论你的观点多么奇妙，我敢说很多看上去很可信的专家正是把你引入误区的人。

再次以石器时代的祖先为例。每个猎人可能都有自己偏爱的狩猎区，可能有个猎人在北部狩猎区捕获他的第一只羚羊，于是他就把这块区域看作最理想的狩猎区。那里的每一次收获都会增强他的感觉，他想：对了，这就是羚羊所在地。没有抓到羚羊时，他就安慰自己：不是每次都能抓到的。几个狩猎季节过去了，他两手空空地返回，但是大体上看，三四个月的等待还是值得的，北部地区依旧是他最喜爱的地区。如果他不去其他地区，他永远也不会改变自己的做法。

他的朋友认为南部的袋鼠区是最好的狩猎区。这两个猎人天天打猎，他们把抓到羚羊或者袋鼠的次数牢记在心，忽视毫无收获的次数。每个人都认为自己的狩猎区是最佳的，没有哪个猎人验证过自己的想法的正确性，他们排斥错误。其实，这种做法只有坏处，没有好处。

我们人类进化的程度没有人们想象的那么高。在第一章中，我们介绍过价格收益比理论对股市的错误引导，这个理论原本毫无依据，但是却成为全世界信奉的理论。这正是行为学家所说的“确认偏误”——一种寻找支持自己观念的证据、排斥与自己的意见相左的证据的本能。相信价格收益比理论的人们对支持这个理论的数据最敏感，能在第一时间指出相关数据，但是他们却排斥相反的证据。

很多错误的观点受到“确认偏误”的支持，这是人类无法避免的心理功能，是人类的天性。但是在市场中，依照天性行事会带来严重的后果。“确认偏误”使我们自我感觉良好——屡次巩固我们的信念：我是聪明的（又是过分自信）。我们喜欢认为自己很聪明，但是任何医生都会告诉你，你感觉良好的症状对你来说并无益处。

用“确认偏误”可以很好地解释一种误解：1月份的股市走势就是全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3.1　1 月走势对全年股市走势的影响

年份	最初10天	第一季度	年中	每年
1939	-6.67%	-16.87%	-17.83%	-5.43%
1978	-5.96%	-6.19%	0.45%	1.06%
1982	-5.08%	-8.64%	-10.56%	14.76%
1991	-4.99%	13.63%	12.40%	26.31%
1990	-4.64%	-3.81%	1.31%	-6.56%
1935	-3.71%	-10.87%	8.36%	41.51%
1974	-3.40%	-3.66%	-11.84%	-29.72%
1947	-3.29%	-0.82%	-0.58%	0.00%
1977	-3.21%	-8.41%	-6.50%	-11.50%
1957	-3.18%	-5.50%	1.49%	-14.32%
1956	-2.94%	6.62%	3.30%	2.63%
1940	-2.92%	-1.92%	-20.06%	-15.32%
1962	-2.91%	-2.80%	-23.48%	-11.81%
1996	-2.62%	4.80%	8.88%	20.26%
1960	-2.52%	-7.60%	-4.96%	-2.97%
1948	-2.30%	-1.48%	9.46%	-0.66%
1969	-2.16%	-2.26%	-5.92%	-11.36%
1998	-2.03%	13.53%	16.84%	26.67%
2005	-2.26%	-2.59%	-1.70%	3.00%
1955	-1.96%	1.68%	14.01%	26.38%
1953	-1.66%	-4.83%	-9.15%	-6.64%
1986	-1.43%	13.07%	18.72%	14.62%
1981	-1.13%	0.18%	-3.35%	-9.73%
1950	-0.54%	3.16%	5.55%	21.78%
1928	-0.45%	8.32%	8.66%	37.88%
1970	-0.41%	-2.64%	-21.01%	0.10%
2000	-0.28%	2.00%	-1.00%	-10.14%
1934	-0.25%	6.48%	-2.87%	-5.99%
2002	-0.16%	-0.06%	-13.78%	-23.37%
1968	-0.05%	-6.50%	3.22%	7.66%
1973	0.33%	-5.53%	-11.68%	-17.37%
1993	0.33%	3.66%	3.40%	7.06%
1930	0.34%	17.20%	-4.59%	-28.48%
2001	0.48%	-12.11%	-7.26%	-13.04%
1929	0.49%	4.85%	13.43%	-11.91%
1992	0.88%	-3.21%	-2.15%	4.46%
1971	0.95%	8.86%	8.19%	10.79%
1959	1.12%	0.42%	5.90%	8.48%
1999	1.14%	4.65%	11.67%	19.53%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表 3.1

年份	最初10天	第一季度	年中	每年
1966	1.16%	-3.46%	-8.32%	-13.09%
1944	1.20%	3.00%	11.23%	13.80%
1952	1.22%	2.54%	5.01%	11.81%
1972	1.27%	5.01%	4.95%	15.63%
1949	1.33%	-0.91%	-6.88%	10.25%
1984	1.36%	-3.49%	-7.12%	1.40%
1965	1.72%	1.66%	-0.74%	9.06%
2004	1.81%	1.29%	2.60%	8.99%
1994	1.81%	-4.43%	-4.76%	-1.54%
1943	1.84%	18.53%	26.41%	19.45%
1988	2.01%	4.78%	10.69%	12.40%
1931	2.05%	8.79%	-3.28%	-47.04%
1985	2.13%	8.02%	14.72%	26.33%
1936	2.16%	11.06%	10.40%	27.83%
1964	2.16%	5.28%	8.89%	12.97%
1995	2.20%	9.02%	18.61%	34.11%
1941	2.26%	-5.83%	-6.90%	-17.86%
1989	2.31%	6.18%	14.50%	27.25%
1954	2.49%	8.58%	17.77%	45.03%
1958	2.50%	5.28%	13.13%	38.06%
1961	2.53%	11.96%	11.25%	23.13%
1937	2.57%	4.33%	-10.34%	-38.64%
1945	2.71%	2.71%	12.65%	30.72%
2006	2.77%			
1980	2.96%	-5.42%	5.84%	25.77%
1963	3.19%	5.50%	9.94%	18.89%
1951	3.43%	4.85%	2.69%	16.46%
1997	3.57%	2.21%	19.49%	31.01%
1942	3.80%	-7.83%	-4.49%	12.43%
1946	4.03%	4.15%	6.16%	-11.85%
1983	4.27%	8.76%	19.53%	17.27%
2003	4.36%	-3.60%	10.76%	26.38%
1979	4.77%	5.70%	7.08%	12.31%
1933	4.94%	-15.17%	58.50%	46.62%
1967	4.95%	12.29%	12.83%	20.09%
1975	5.22%	21.59%	38.84%	31.55%
1976	7.12%	13.95%	15.62%	19.15%
1932	8.37%	-9.92%	-45.43%	-15.19%
1987	9.63%	20.45%	25.53%	2.03%
1938	10.75%	-19.35%	9.68%	25.33%

来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年股市的走势。每年年初，尤其是年初股市形势低迷时，权威们就开始鼓吹“全年如此”的谬论。有些人甚至说：“第一个星期是这样的，所以1月份就是这样的，所以整年也都是这样的。”这样，他们在1月份时就把全世界股民的注意力都吸引过来了，给电视台带来大量的观众，电视新闻主管眉开眼笑。

1月份以及全年的回报率都是负数的年份为“确认偏误”提供了证据，同样，对年初回报率是正数的年份来说，也是一样的。但是鼓吹“1月份的股市走势就是全年股市的走势”的人却认为结果都是熊市。例如，2006年1月股市上涨幅度很大，但是媒体方面的专家都怀疑这种状况的可持续性。然而，MSCI世界指数显示2005年的增长率为9.5%，2005年1月的增长率是负数，Google网站一项调查显示，当时大多数人在2005年年初对该年的股市形势持消极态度。很多人忽视这样的事实证据。

有多少判断失误的专家会在年底的时候站出来承认自己当初的失误呢？没有人会站出来，他们认为没这个必要。像2005年整年的发展趋势与1月份不同时，投资者会重新构建一个观念，你不能只看每年的结果，应该从长远的角度出发，看看5年、7年、10年甚至23年或者在那些权威退休之后的结果。鼓吹“一年走势看年初”的人拒绝接受与他们的观点相反的证据，坚持自己的偏见，寻找各种借口来维护自己的观点。

重构观念也是“确认偏误”的副产品。行为学家认为，一个人的知识框架是其能否正确吸收信息的基础。只要信息符合我们的口味，我们就能接受这个信息；如果信息与我们的口味不符，我们很容易忽略它们。这一点也不奇怪，很少有人会想到：“如果我们不按照1月份的走势，而按照6月或者其他月份的走势来判断一年的股市走势又怎样呢？如果我们不以美国股市为考察对象，而选择跟美国差不多的英国股市为考察对象，结果又怎样呢？”我敢保证，只有极少数人会这么想，而且一旦他们这么做，就能发现根本找不到任何事实来支持原先的那套理论。

尽管每年我们都十分重视“一年走势看年初”这个理论，但是这个理论在市场上完全站不住脚。表3.1显示了每年股市1月份的走势对于预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

整年股市走势的意义。

表3.1按每年最初10天的股市行情最差至最好的顺序排列了1926年以来的所有年份的股市行情，列出了每年第一季度、年中以及年末的结果，年回报率超过20%的年份用阴影表示。我们发现阴影部分的分布是不规则的，跟年初的数据无关。在很多情况下，年初股市形势不好的那年，往往在年末大幅上涨。

图3.4中显示，年末回报率高于年初的有3年。如果仔细观察，就会发现以正增长开始、正增长结束的年份是不多的，这点会让你很失望。

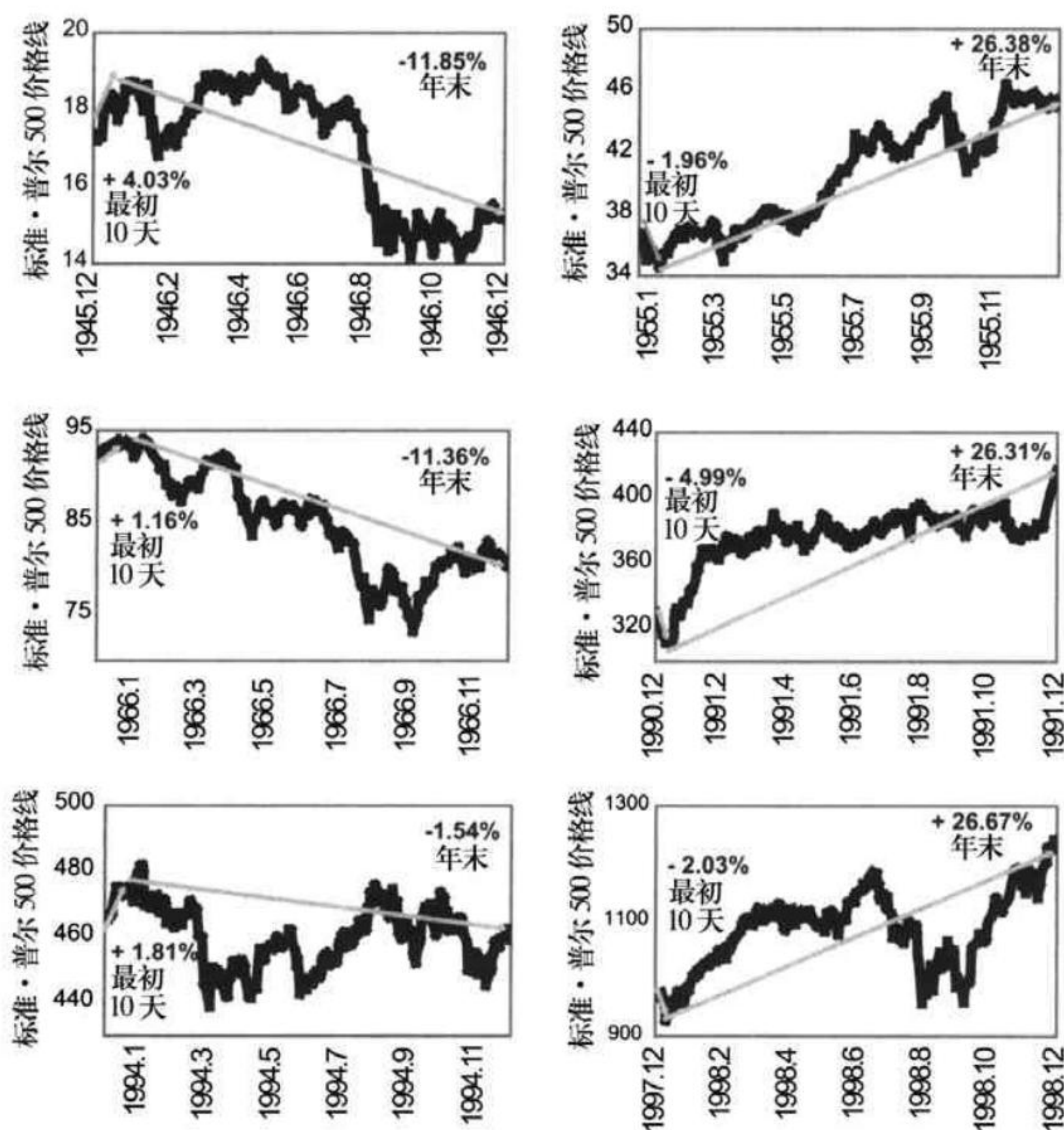


图3.4 一月份的无效性（1946～1998）
来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你明白了这些投资错误，那么就说明你大脑中固有的“确认偏误”理论已经被纠正过来了。

沿用老一套有效吗?

我们的祖先记录了自己以及邻居们狩猎成功的方法和过程,以便重复使用这些方法而获得更多的猎物。例如，他们可能会对自己说：“这件武器对狩猎太有用了，我要经常使用它”，或者“沿着这条小路走从来不会迷路，所以我以后继续走这条路”，或者“这些野果不会毒死我的邻居，所以我可以食用它们”。固定成型的认知模式和重复以前的做法都是安全可靠的，按这种方式行动就比较合理。谁会奋不顾身地率先品尝毒果子呢?没有人会在明知果子有毒的情况下食用这些果子。

与我们石器时代的祖先一样，投资者也创造出了各种模式、规则，不对具体情况作具体分析就按照这些规则行动。“制图”正是在这种情况下流行起来的，通过制作图表企图发现能预测未来的模式。在“动力投资”、“技术分析”等各种名目下，有人提出了一些能预测股市未来走向的模式——“杯子与柄框架”、“茶托底构架”、“头肩型”等等。拿起一份《投资日报》(IBD)，你就能找到“IBD100”列表，表中列出的是前一星期势头强劲的100支股票。

这个列表的目的是什么呢？为了嘲笑我们？如果编辑真的想为投资者提供帮助，为什么不把下个星期的热门股列出来呢？那才是我们最需要知道的信息。但是他们无法为我们提供这些信息，因为没有哪种图表可以计算出未来股市的走向，也许有人会说，股市的随机性跟运气有关。统计学家认为股市“无相关性”，这就是说，即使当前股市往某个方向发展，那么随后它仍然依照这个方向还是朝相反方向发展的几率比是1∶1。你随便拿来一个图表，如果认为它能证明你的预测是正确的，那么我马上可以给你看更多的图表，它们虽然模式相同但是毫无预测性。股票自身的价格模式已经注定它们毫无预测性，但是大众还是生搬硬套各种预测模式。

我们把金融业当做一门技艺，总是使用死板的技术、偶然性很强的指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标，从来没有为适应现代社会的需要而对这些技术进行更新，也没有创造出新的资本市场技术。我们抱着既过时又毫无用处的模式不放，因为我们喜欢模式化。它们带给我们安全感、保障感，不会带来伤害。投资者对很多模式怀有敬畏感——收益率曲线、高价格收益比、移动平均线、消费价格指数、财政赤字，还可以列出一长串名称。很少有人停下来问一问："为什么我的大脑只能关注到落后的信息，并且最后的行动也是落后的呢？"如果真有某种指标能预测市场走势，每个人都知道这些指标，都使用这些指标，那么所有人都能暴富了。但是这种指标没有实践性，只有未知的信息在推动市场的发展，因此我们必须抛弃陈见，不再沿着老路行走。

20/20，事后偏见与秩序偏爱

事后偏见，是人们夸大了自己的预见能力的认知错误，与此同时，人们经常忽略自己的原始错误。投资者总是认为自己拥有某种特殊的能力或者某种知识，所以能够预测出正确的结果。

举例说明：一个股民大力宣扬自己在2000年1月买奥驰亚烟草公司的股票时，就知道这支股票未来会大涨（这支股票在6年后涨到原价的352%）。在全球股票大跌并且无法一时恢复的时候，他买的股票却直线上涨。但是，他绝口不提自己用108美元的价格买了雅虎股票但是两年后以4美元的价格将它卖掉了。所有的偏见产生的综合作用导致一个人最后作出愚蠢的决定。

事后偏见会巩固我们先前的那套思维模式——表现出色的股票仍然是一颗闪亮的明星，破落股依旧没有大发展。为什么没有改变呢？事后偏见最简单的一个形式就是把过去的模式推广到未来。照过去的方式行动非常省力，而且没有人会来跟你争论。

秩序偏爱，是指人们希望自己作出的每一个选择都是正确的，令自己满意的，没有例外。例如：投资者希望投资组合中每部分都能有不错的收益。如果他们用基准指数来衡量（你也应该这么做——时常用标准·普尔500指数与MSCI世界指数来对照投资组合），他们就希望每支股票都能处于基准指数之上。这是每个人的内心愿望，但事实上是不可能的。无论哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种基准指数，股票的收益率总是各种各样的，不像野果，只有成熟、不成熟、过于成熟这三种情况。如果你购买的所有种类的股票一致表现良好，只是因为你的基准指数选得好而且运气非常好。

简单地说，在秩序偏爱的激励下，某个投资者如果持有60支股票（如果你能进行全球投资，拥有这个数目的股票也不错），他就会希望这60支股票都是上涨的。他忘了金融体系中整个投资组合是如何运行的，这会影响到净收入。

投资者往往乐意炫耀自己买的股票价格上涨到买入价的800%，但是不愿意察看整体的投资组合。在评估业绩的时候，整体比部分更重要，不过人们很难认同这种观念。

想象一下，一个投资组合只由两支价值1000美元的股票组成，其中一支股票价格上涨了25%，而另外一支股票价格下跌了15%。你可能为买入下跌的那支股票后悔。但是从标准金融学的角度来看，我们没有遗憾的必要，因为整体看来，股票还是不错的。标准金融学是正确的，股市的变动对未来的走势没有任何预示性，我们不能以它的变动作为行动指南。

换一种思维方式，假如你在1997年时持有标准·普尔500指数基金，而且它上涨了33%。你感觉非常良好，对不对？现在，假设你持有的不是指数基金而是500支股票，当然，持有500支股票是不大可能的，但是为了更有说服力，我们暂时假定你持有500支股票。

在这些股票中，有些下跌40%，有些下跌50%，还有一些下跌60%，此时你对投资组合怎么评价呢？你的感觉应该跟持有指数基金时一样，因为我们现在假设结果都一样。那么就算下跌50%也没关系，因为从整体来看，股票还是上涨了33%，这才是关键。秩序偏爱这种心理让人们关注于细微的地方，于是对真正重要的东西视而不见。

最伟大的戏弄者最爱玩的游戏

如果投资者的理解能力强，伟大的戏弄者就可能变成中度戏弄者或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

温柔善良的戏弄者。但是由于投资者急功近利、心浮气躁，他们一次次落入陷阱，屡次被市场玩弄。不幸的是，我们的各种偏见相互影响，对我们的投资决定产生综合性的作用，所以原本完全没有道理的决定看起来非常有理。在你犯愚蠢的错误时，大脑不会发出警告，大脑只会说“投资不行”，然后你开始为自己的错误寻找各种借口和理由——不愿承认自己的失败。

你唯一的武器是问题三。每作一个决定，都要问问自己：“这次大脑又是怎么在误导我呢？”越是看上去理智、合理的决定，你越要谨慎。我已经举了一些例子，随后还将继续介绍。我会教你如何使用这些问题，你可以把这些问题一一列出。但是你始终要牢记，每作一个决定都要问问自己：“大脑在误导我吗？”

我们大脑的功能主要是为了解决生存问题，而不是解决经济问题。用于思考如何逃避猛兽的本能不适用于分析资本市场。问题三的使用以及学会使用经济型大脑是保护自己最好的方式。

我们设置一个模拟场景，假定投资者名叫吉姆，看看你是否会作跟他一样的决定。首先，假设在过去三年里，吉姆总投资的回报上涨了50%，如果他恰逢几年牛市，这种情况是很合理的。接着，市场修正期出现了，在几个月内吉姆的股票下跌了18%。牛市中的修正期也是很正常的——每一年或者两年都会出现一次，历史数据显示，出现修正期的年份比没有修正期的年份要多。吉姆了解这个现象，知道市场反复无常，市值可能瞬间下跌10%或者20%，但是随后价格仍然上涨。他的策略是放长线钓大鱼，短期的浮动不会影响他的心情。即使这样，他身上发生的事还是令人胆战心惊。

1. 短期损失回避。损失18%对吉姆来说仿佛损失了45%，短期损失18%给他带来的痛苦与这几年来他赚到钱时的愉快几乎等同。吉姆开始想办法消解暂时的痛苦。如果吉姆会使用问题三，那么他就不会采取以下的行动，当然也就不能在我们的模拟场景中继续表演了。他受“短期损失回避”的心理影响，所以会在不恰当的时候即修正期的中期——打算卖掉股票。

2. 秩序偏爱。他注意到尽管有几支股票下跌，但是纵观全局，即使在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

修正期中期，总体来说股票投资组合的价值还是上涨了20%。他开始关注那些跌幅超过40%的股票，发现其中有一支XYZ股，市值下跌了65%。他想，如果当初没有买XYZ股，那么他的生活必将更加美好。他的扑克牌牌友告诉他，这支股票还会继续下跌，这真让吉姆心痛。有些股票市值上涨了80%甚至更多，这些股票多好啊，当初怎么会去买XYZ这种股呢？为什么当初不多买点市值上涨了80%的股票啊？

3.不敢面对自己的错误。他没有向交易商提出过意见，如果他做到这一点，本该有更好的选择。

4.固执己见并且继续逃避责任。吉姆认为自己选择的股票的市值立即上涨了50%，买XYZ不是他的错。如果由他自己做决定，是不会去买市值下跌65%的股票的，这是愚蠢的交易商的失误。

5.事后偏见。在交易商选择XYZ股的时候，吉姆就知道XYZ股没什么用处。本来吉姆就想抛弃XYZ股，去买市值上涨了140%的那支股票，而且知道自己应该这么做。只是不够谨慎，他应该跟着自己的直觉走，因为自己的直觉往往是正确的。但是当时的感觉怎么就这么差呢？

6.对损失的反感加剧。如果吉姆没有立即采取一些行动，他的妻子一定会以为他是个笨蛋，妻子不会去责怪交易商。

7.过度自信。吉姆再也不会去询问那个愚蠢的交易商了，尽管吉姆没有学过任何经济学的知识，但是他知道自己能做得更好。毕竟，他顺利地从医学院毕业了。这与从经济学院毕业有什么区别呢？

吉姆就这么行动了。他不能忍受损失18%的股票市值给他带来的痛苦，也不能忍受市值下跌了65%的XYZ股给他带来的侮辱，所以吉姆随意地把下跌的股票都卖了。两个星期后，整个市场以及吉姆卖掉的股票结束了修正期，并且交易价格比原来更高。吉姆坐拿40%的现金净收入。他想着医学工作，想着医院的手术，想着即将到来的假期，再也不会去想股票的事了。

如果吉姆做到以下三点，那么他能赚到更多的钱。这三点是：(1) 向自己提出问题三；(2) 不做任何决定；(3) 认识到自己的大脑是为了引导他躲避猛兽的攻击，而不能引导他作出理性的投资决定。我们聪明的医生，另一个领域的科学家，在他逃避责任时所犯的认知错误中，他没有引

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以为鉴。“至少我没有损失更多啊。”他如此安慰自己。以后，他还是会一遍又一遍地犯同样的错误。

从山洞中出来吧！

吉姆并不是无可救药，我们也不是。尽管我们因这样的行为遭受了不幸，但是必须确定的是，我们并没有绝望。要克服石器时代的思维模式，就要严格执行问题三。在问了自己“我相信的观念是正确的吗？”以及“我能发现哪些别人未知的信息？”之后，你必须从自己住的山洞里出来了，问问自己的大脑究竟获得哪些收获。

你可以先从易于操作的事情做起，以避免犯普通的认知错误。一旦你对问题三习以为常，并且怀疑自己站在认知错误的边缘，就可以应用其他可操作性的方法，最后能常胜不败。

换种模式——积累遗憾，避免骄傲

骄兵必败。在资本市场中，骄傲意味着短期损失回避、过度自信、事后偏见以及任何不利的想法，包括最后在股市低谷时卖出股票。你必须时刻反思自己的本性，必须增强遗憾，避免骄傲。这是成为高明投资者的最简单易行的方法。如果你有一支股票涨幅很大，假设你不是天才，假设只是运气好，而运气是会溜走的；如果你的一支股票下跌了，不要回避责任，把每次失败都记在心里。不要觉得自己是安然公司、交易商的牺牲者，假设所有的错误都该归咎于自己，你的工作就是从所有的失误中总结经验教训，下次不再犯同样的错误。如果你能承认自己的过失，就不会在股价很低时急于卖出。记住，炒股不是你在感到害怕时卖出原先买进的低价股。

积累遗憾、避免骄傲能给你带来很多好处。首先，你能从自己的错误中吸取教训；第二，防止过度自信，因为缺乏自信，你才能用心研究股市，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更加深入地看清市场的本质。研究表明，不自信的人在投资上比过度自信的人更容易成功。所以，你不要表现得很自信。

抛掉下跌的股票你感到非常开心，但事实真的是这样吗？可能你卖掉的不是一支股票，而是把整个股票组合都卖掉了，最后买了安全的债券，因为股市行情把你吓坏了。很多投资者就是这样，一时感情冲动就作出了决定，事后也不管自己的决定是对是错。

拥抱你的错误吧，承认自己会犯错误，并且认识到这些错误将会导致严重后果。在这个游戏中，只要你长期保持70%的正确率，你就已经非常成功了。也就是说，错误也可以经常犯，犯错没有关系。越是乐于接受自己的错误并把改正错误看做是一个学习的机会，那么从长期看，你就越不会犯错误。不要一发现自己买了支下跌的股票就急忙把它卖掉，对自己说“不能损失更多”，可能你买的股票并不差，新换的股票可能并不怎么样；说不定几年后你卖掉的股票大涨，而你却因为目光短浅、事后偏见或者其他的认知错误而把“到嘴的肥肉扔掉了”。或许股市并不会继续低迷，或许年末的时候市值就能上涨25%，而你却只能拿到3%的现金回报，于是再也跟不上市场的步伐，为长期目标的实现埋下了隐患。对不断犯错要有心理准备，并采取积极的措施预防，这样你才能不断进步。希望能从错误中获得教训，这样以后你就能少犯错误了。

问题三的作用是使你免于做出疯狂的行为，而且，你需要制定全方位的策略并选定一个基准指数。任何一个结构完善的指数都可以成为基准指数，为你的股票投资组合指引方向。如果你以50%涨幅的美国股市为基准指数，那么把美国股市与国外股市相比较，你一定能知道某些别人未知的信息。如果你的基准指数是10%的能源股，那么你必须应用问题三了解别人不知道的信息，并且对能源股有自己的认识。另一方面，必须对基准指数持谨慎态度，只有当你获得独一无二的信息时，你才能获得优于所选择的基准指数的股票业绩。随着时间的流逝，基准指数最终会帮助你实现你想达到的目标。但是你大脑中的一些固有偏见会分散你的注意力，例如短期损失回避，这会严重影响长期目标的实现。

2000年3月，我盯牢技术股，这是我20年来比较看好的股票。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司把顾客们冗余的技术股投资比例削减到整体的一半（当时，技术股总市值在美国股市排在第三位，占世界股市总市值的25%左右）。随后，顾客们前来询问我们为什么不多削减一点，我知道我会犯错的，尤其在我觉得自己洞悉了别人未知的信息时，我仍然明白我的大脑在误导我，所以我一般不会做得太过火——不会下很大的赌注。你也应该这么做——一边搜寻别人不知道的信息，一边牢记自己会犯错误。如果你判断错误，你认为技术股会出现熊市，结果技术股却是形势最好的股票，那么你在技术股上还是有投资空间的，不至于落后太多；如果判断正确，那么你在这个不幸的时刻并没有陷得太深，自然处于股市中的领先地位。

承认错误，克服骄傲，关注基准指数，只有做到这些，问题三才有可能帮助你洞察别人未知的信息。这是克服短期损失回避、过度自信的有效方法，也是避免被伟大的戏弄者戏弄的方法。

如何控制过度自信

基准指数可以帮助我们避免犯下大脑常犯的认知错误，但是这并不是说你再也不会犯错了。有时尽管我们尽了最大的努力，但是经常事与愿违。

2000～2002年，在扭转技术股以及整个股市的熊市局面之后，我的公司重新出击市场，但是为时过早，而且过于看重技术股。股市又开始下跌，随后事态有所好转，2003年技术股的回报率为48%，MSCI世界指数的回报率为33%。

但是我们错了，我们认为技术股将继续保持主导地位，于是随后两年内我们在技术股上进行了大量的投资。我们运用问题三得出了好多个理由证明技术股的优越性。首先，多数股民对股市的情绪是消极的，因此我们认为最重要的决定就是继续保持在技术股上的投资；第二，由技术股引起的消极情绪会对股民产生心理反弹效应；第三，迹象表明美国的GDP增长比预想中的强劲——也就是说美国的企业利润将大幅增加，全球经济萧条与熊市都无法把美国拖下水。因为那些著名的尖端技术公司都是美国企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，所以我们很自然地想到，技术股发展很有前景。

最后，我们期望股市能总体上涨，因为总统任期的第一年、第二年是市场变化最大的时期，这在第二章介绍过。(人们倾向于认为下降的变动为易变性，而不把上涨的变动看做易变性。其实不是这样的，不管是上升的变动还是下降的变动都属于易变性。）市场处于上涨的易变状态时，尖端技术股很占优势，而技术股是典型的尖端技术股。因为我们预期2004年及2005年股市会上涨，所以我们决定好好利用这些优势，结果，我们在技术股上的投资过多。

出乎所有人的意料，技术股在2004～2005年是走势最糟糕的股票，这两年里，技术股只获得12%的回报率，而世界股市平均回报率是26%。我们彻底失败了。

尽管人们对技术股比较失望，但是我们低估了这种情绪的影响力。2003年技术股大幅上涨给人们带来了恐慌，人们觉得上涨幅度过大。但我们并不这么认为，因为与2000年或者2001年相比，它的价格相对较低。然而，投资者的基准指数已经发生了改变，他们以2002～2003年技术股的最低价格为基准指数，所以技术股在他们眼里上涨得很厉害——因为上涨幅度过大，所以他们开始害怕价格马上会直线下跌。我们一直没有注意到人们的基准指数已经发生了变化。股市高涨使股民产生的恐惧和短期损失回避的心理导致了投资者对技术股下跌感到忧虑，而我们对股民的心理判断错误。

我们认为2004年和2005年股市形势必定十分喜人，结果我们被这两年相对平稳、上涨幅度一般的情况弄得措手不及。我们做出的判断整体方向是正确的，但是对量的判断却错了。股市在这两年表现出的易变性是40年来最低的两年，正是在这种时候，我们却期望它能有大幅的上涨变化。易变性太低，技术股没有用武之地。

为什么股市会这么稳定呢？我不知道，其中原因超越了我目前的认知范围。我努力想找出原因，希望从中得到启示。我这么做其实是在增强挫败感，我知道在技术股上的投资失败不是别人的责任，我找不到任何推卸责任的理由，不是我妻子的错，也不是公司里跟我一起决策的杰夫·斯科

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和安德鲁·梯弗尔的错。我们的思维方式都是一样的。这不是谁的错，关键在于我们对如何预测股市易变性的基础知识掌握不够，而且我们还高估了其他投资者对股市的敏感性。

一旦我们发现自己失误，并且感到无法预测股市的易变性，我们便采取新的行动，但是此时，我们的顾客已经连续两年遭受股市不振的冲击。

可笑的是，在那两年里我们在其他行业的投资决策都是对的，物资股、金融股、能源股，这些股票的走势都如我们所愿，但是唯一例外的是技术股！此时，我仍然试图找出对易变性判断失误的原因。有时候，研究、纠正错误要付出更多的努力。我查看了过去的记录，发现1980年的能源股与这次的技术股有相似性——能源股本来已经处于低迷状态，随后呈负向变动，一直没有反弹。如果我对这个现象早做分析的话，也许能给我带来很大帮助。（我们至今还在研究这个现象。可以从图3.2中看出端倪。）同时，小型股在相当长的一段时期内占据主导地位。小型股与技术股的发展情况相反，对注重股票价值的人来说，投资在小型股上绝对有利可图。我本该看出这些规律，这些对我们来说并不复杂。

尽管犯了错误，但是对我们还是有好处的。首先，每次犯的错误能警示我们在面临选择前做好更充分的准备；第二，过度自信原本会带来惨重的灾难，因为技术和美国市场的疲软是相关的。但是我们只是稍微地倚重于技术股和美国股市，那些年我所信任的基准指数救了我——它限制了我对技术股和美国股市的投资，最终我没有走上极端。尽管我下的赌注有所偏差，但幸好我没有把身家性命全都押上。有时，尽管我非常确定自己的信息独一无二，但同时我也知道自己的判断可能是错的，所以“不走极端”这条原则对我所有的决定都非常适用。

每个人都希望自己的决定是正确的，但是我们应该知道自己还是会犯严重的错误。这倒也没什么关系，因为这是一个积累失败、为将来做打算的好机会。错误常常发生，不会给人们带来愉快的感受，但是因为我经常处理基准指数、努力控制过度自信，所以失误给我带来的痛苦不是很严重，也不会很长久，而且我还获得了有用的经验。因此，只要运用问题三，设定基准指数，失误就能相对减少，过度自信也将得到控制。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以退为进

说到如何控制过度自信这个毛病，女性天生比男性占有优势。有个学术研究，研究的问题是谁是更好的投资者——男性还是女性？从长期投资结果来看，成功的女性比成功的男性要多，这个结论一点也没有让我感到吃惊。

男性和女性犯错的几率几乎是相同的，但是由于男性往往过分自信，因此他们的交易活动十分频繁，而且他们也不进行仔细的思考。跟女性相比，男性做出了更多缺乏理性的交易，所以他们犯错的次数比女性多。成功的投资活动，交易变化必定不多——除非你真的掌握特殊的信息，额外的交易才会有效。也许这就是女性寿命比男性长的原因，因为她们总有足够的钱维持生活。（我经常想，会不会因为她们认定了男性的愚蠢和过度自信，所以经常鼓励我们做出危险的投资？当然我不能肯定。）这些都是值得男人们深思的现象。

女性考虑的是什么呢？纵观历史，最有名、最富有的投资者都是男性，唯一例外的女性是19世纪的海地·葛琳（在我过去写的《推动市场的100种想法》一书里，有海地·葛琳的传记）。为什么最成功的投资者中几乎就没有女性呢？很多女性会说，因为历史上（甚至如今）的社会偏见不允许女性参加投资，甚至劝阻女性放弃这种尝试。当然，伟大的戏弄者才不管你是谁，它对两性都很公平，给男性和女性同等的机会。125年前，海地·葛琳证明了女性的能力，在过去的35年中很多投资界的女性也证明了她们的能力。我猜想，这些女性之所以出色，有以下两个原因：她们没有男性那么自大；比男性善于投资（这点是可以证明的，但是不为人们广泛接受）。把特例当做普遍规律通常是错误的。由于女性不会过度自信，所以她们不会采取某些超级自信的男士所采取的方式经营自己的股票，她们从来不走极端，那些超级自信的男士成功的原因，可能是因为他们判断准确，也可能是因为运气好，或者两者兼有。这些男士是男性中的特殊人群。

可以肯定的是，因为女性虚心并且保守，所以她们进行的投资活动一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

般都是有把握的，毫无疑问，在这点上女性占了优势。假设交易次数越少，缺乏理性的交易次数也就越少，那么就该把当日交易这种模式抛之脑后。做当日交易是不理性的，当日交易者是个典型的“增加成就感、逃避挫败感”的人，他的多数投资行为没有依据，没有理性。当日交易者兴致勃勃地炫耀他们在这支或者那支股票上赚了多少钱，但是只要他们一被问到总收入时，他们就无言以对了，是因为他们不知道自己的总收入，还是羞于启齿？都有可能。

你在投资股市之前，先问一问自己前两个问题，以便确定自己的投资决策不是建立在荒谬的理论之上，自己是否掌握独家信息。如果经检验后你还是不能确定投资的合理性，或者不能确定自己掌握的信息是独一无二的，那么你一定犯了过分自信这个错误。有时，被动即是最主动、最合适的行为。我们应该在投资上采取保守与谦虚的态度。

投资不是靠运气

如果你在某支单股、某个门类股甚至宏观股市上足够走运的话，很有可能产生“短期损失回避”这种心理。你把偶然的运气当成了自己的技能。

只要学着控制过度自信、学着积累错误就能避免这种心理。当你作出正确的投资选择时，你不要说：“我就知道我是对的。”你应该学会说：“我以为有可能是错误的，可能这次仅仅是运气好吧。如果运气不好，我可能会犯怎样的错误呢？”在你作出每个决定时，你都要做好犯错的心理准备。如果你能这么想，那么渐渐地你就会发现这种心理准备能使你免受惨重的损失。

当你看到近几年埃克森美孚公司、康菲石油公司、雪弗龙公司股票不断升值，你可能会想：要是当初选择这几个股票，那该是多么明智的选择啊！在全球经济萧条之后，出现经济膨胀、劳力改革、中国和印度的经济发展，这些刺激全球石油需求量不断增长，因此股市中与石油相关的股票价格也会上升。同时，汽油价格过高会影响工业发展，或者引起通货膨胀，这种恐慌很快也会在市场上反映出来。事实上，你在2003年的时候就已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经把这些想法与你的朋友们分享过，虽然他们不记得你当初的言论了，但是你自己一定会记得的。

先问一问你自己，你的成功是基于你对全球石油市场的正确分析，还是由于运气好呢？你愿意做更大的投资吗？偶尔一次的成功不能说明什么。在1998年和1999年，很多投资者把巨额资金投在技术股上，有些人甚至把全部家产作为资本。在一种热门股上投入过多的资金，虽然你可以算得上是一个勇猛的投掷手，但却是一个冒险的资金管理者，更不可能是投资天才。如果你是这样的一个勇猛的投资者，那么1999年时你一定感到非常欣慰，就像2006年投资在能源股的人自己恭维自己一样。但是如果在1999年或者2000年你投资失败了，那么你将一无所有。凭借好运气不是成功投资的秘诀，想要取胜更多的还是要依靠小心谨慎。很多人追逐热门股的时候，我总是担心他们会成为伟大戏弄者的口中之食。

在你想要跟大家吹嘘奥驰亚烟草公司会成为股市明星或者苹果公司形势喜人之前，先问问自己知不知道这两支公司股票有可能给人们带来惨重的损失。你一定没有考虑过，如果考虑到它们可能会下跌，你就不会做出巨额的投资了。收敛你的狂傲自大，积累你的失败经验，遵守基准指数，制定长远的投资策略，这才是你的正确选择。

重视总体收益

通过分析人们希望每支股票都上涨的这种心理，我们明白了对我们来说真正重要的是从整体上考察投资收益情况，而不能期望每支股票都上涨。如果你的某支股票市值上涨了800%，那么你就不用为市值下跌了80%的另外一支股票担心了。每一支股票的走势都有自己的特点，例如技术股、卫生保健股、大型股、价值股、日本股等等。试着对自己说："我有一支股票的市值上涨了800%，一定是运气特别好，到底是什么原因呢？"你要学会把投资组合视作一个整体，学会计算整体效益。

当然，我不是说你不用考虑每支股票的走势，只是说不能只关注个别的股票。过于频繁地关注个别股票会产生严重的"损失回避"心理及其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的认知错误。在评价单支股票时，不能只看它是上涨了还是下跌了，甚至也不能看它们对整体投资组合的影响。如果这年的整体投资组合价值上涨了25%，那么即使个别股票涨幅不到25%或者下跌了，也不能认为它是不好的股票。因为你要明白所有的股票走势不可能都是相同的。

不用担心某支股票在一两个月内的走势不正常，但是如果某支股票在相当长的时间内异于同类股票，那么你应该想想是什么原因使它走势异常。

如果你选择的股票是典型的优势股，那就不用细心考查每一支股票的走势。只有当你自己掌握了别人不知道的信息，并且知道自己可能会犯错时，你所作出的决定才是正确的。不能太偏执，如果投资总体形势良好或者高于你的基准指数，那么你就应该感到高兴。

衡量之后确定是西瓜还是芝麻

还有一种避免认知错误的方法，那就是运用相对性的思考。投资热点、金融问题、新闻消息都有一些数据供参考。还记得第一章中提到的伊拉克战争的例子吗？记者喜欢郑重其事地报道战争每年耗费的资金，甚至总开销。他们料到一说“迄今为止，伊拉克战争耗费了3.2亿美元”，人们就会开始惊叫：“啊，3.2亿美元！”这是他们大脑无法接受的数字。但是只要相对地想想，就会发现用于伊拉克战争的开销在美国国民总收入中占的比重非常少。虽然这一点不能说明选择战争是明智的还是愚蠢的，但是你要清楚媒体发布的信息很多只是为了起到造成大众吃惊、恐慌的效果。

石器时代的我们祖先知道兔子是小的，大象是大的，他们也知道大象比较可怕而且不好捕捉，而小兔子又可爱又容易捕捉，味道十分鲜美。于是他们逐渐形成一种固定思维：大的就是可怕的，小的味道鲜美。但是如果问问石器时代的人们：汽车跟大象比，哪个大？他们不知道，因为他们脑中没有汽车这个概念。我们比较的是高度、重量、体积，还是比较力气？当然，那个时代没有汽车。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代人喜欢使用范围、相对性这些概念，但是投资者在做投资决定时，很少使用这些概念。遇到庞大数额时，我们的大脑无法用相对性这一概念来审查，所以经常会犯认知错误。庞大的数字看起来非常恐怖，就像大象一样，但是用对比的方法就能正确看待债务、赤字、GDP、工作、战争等这些数据。在阅读新闻的时候，你不妨训练自己进行科学地思维。ABC 频道的美女主播告诉大家美国的外贸赤字多么巨大，但是真的有很大的影响力吗？很简单，你可以计算一下这个数据在美国的 GDP 中所占的比率。你还可以用全球 GDP 来对照，一对照你就会发现这些都是不用担忧的数据。

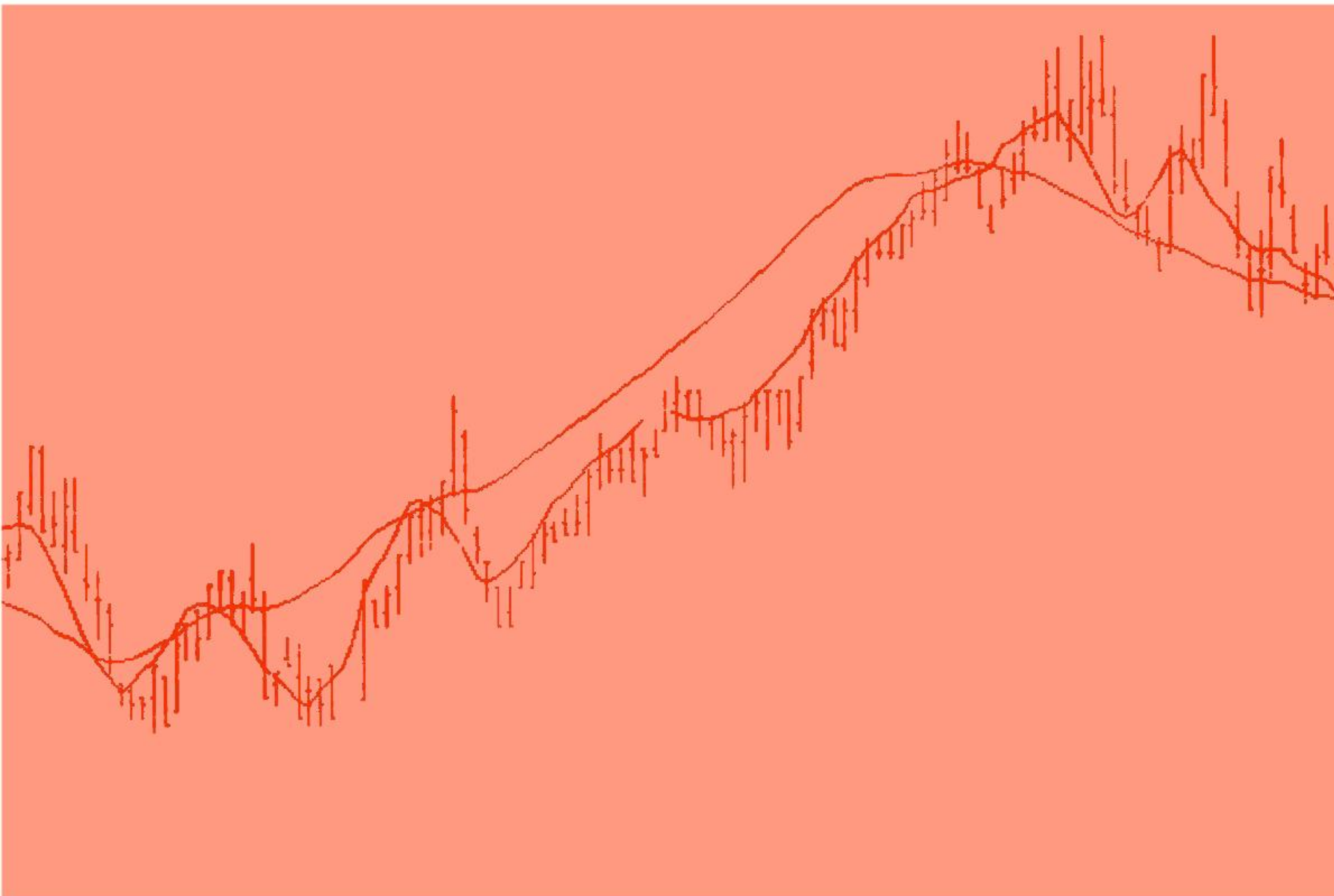
很多认知错误都可以避免，一旦你开始运用问题三来抵制大脑中的固有偏见，你就学会了控制过度自信、积累错误教训，使用基准指数，制定策略，学会对比衡量，并且关注长期效益。

使用问题一和问题二能使你获得他人不知道的独家信息。但是如果不使用问题三，你还会屈服于大脑落后的固定思维。在第九章，我会告诉你如何综合运用三个问题，创造出一套大脑自制的策略，使大脑不能再误导你。但是首先，在第四章，我们来谈谈如何同时使用三个问题，制定打败市场的先进、前卫的策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

4 股市战略技术



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市战略技术的完善与应用

我们已经知道了如何使用三个问题获得别人未知的信息。这本书虽然颠覆了一些常识、揭示了一些惊人的真相，但是你不要就此止步不前。这本书的容量是有限的，我们不是为了提供投资界的小道消息、花边新闻，我们的目的是让读者在作出任何投资决策时，都能灵活运用三个问题。你要时常静下心来想一想："我为什么要把这些单股、门类股、基金买进卖出呢？其他种类的行情是怎样的呢？为什么这个策略是最佳的呢？哪些信息是别人不知道的呢？有什么完全错误的观念吗？我能发掘更多的秘密吗？"这几个问题是投资者首先要考虑的问题。接着，还要问："是不是大脑中的固有偏见在误导我？"这不是一本专门介绍投资技术的书，而是一本告诉你如何运用灵活的决策在投资生涯中通过三个问题不断完善自己的投资策略的书。

三个问题的答案会让你对股市产生新的看法，也就相当于获得了一种屡试不爽的技术。如果你经常运用三个问题，渐渐地就能积累起丰富的股市战略技术。

我们不知道10年、20年或者50年后资本市场运作与现在相比会发生怎样的变化，但是如果想要获得比别人更多、更有用的信息，就必须掌握一套超前的技术。如果你掌握了别人在5年、10年甚至20年后都不可能明白的原理，那么你就远远地走在了别人的前面。和其他技术一样，股市技术从某种意义上可以解释那些尚未被我们了解的现象，为我们提供可靠有用的工具。有了这种技术，你在自由市场、分类股或者个人股上的预测分析都会准确得多。而且，原本积累的技术能激发你发现和创造更多的新技术。

若要正确地认识投资界（像科学家那样，而不是像铁匠那样），你就要对自己的股市战略进行测试。测试新技术最好的实验品莫过于股市的历

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

史资料。很多投资误区包含着陈见，它们来源于不切实际的理论、政治倾向，甚至认知偏见。我们用历史数据进行检测，这些伪真理——比如价格收益比理论、联邦财政赤字带来的恐慌——很快就得到证实。证明某个理论的正确性比证明其错误性的难度更大，要求也更为严格。历史总能使我们发现意料之外的事。

如果在整个历史中，X与Y的关系不是十分紧密，那么人们没有任何理由认为X会导致Y的发生。但是对拿不出确凿证据的某个结论，人们仍然深信不疑，这就产生了文化中根深蒂固的错误观念。只有少数人会试图证明这些错误，这可能需要非常长的时间。

如今人们不必打开彭博数据库，随时就能在网络上获得经济数据。各种网站上发布了大量完善的数据，这是我们能充分利用的资源。表4.1给出了一些重要网站的机构名称、网址、数据资源。

颠覆价格收益比理论，要用到大量的数据。只要运用问题一，再做一个简单的测试就轻松地颠覆了长期以来人们深信不疑的理论。

但是如果数据很难获得或者很难计算呢？资本市场技术天生就是有效的吗？当然不是，之前所说的总统任期循环是很好的例子，这种循环很难用数据计算得出，但是它的影响力非常巨大。我们把总统的各个任期追溯到了1926年，这样，潜藏的模式就显现出来了。但是，我们的发现之所以重要，是因为总统任期循环这个模式至今还没有其他人研究，还没有被人们广泛地接受，而且只要一说起这个模式就会遭到人们的嘲笑。

你的证明必须有经济意义，即使你找到了一种可靠的模式但是无法找到合理的解释，也不能以这种模式为依据。自1926年以来，末尾数字是5的年份的股市行情都是良好的，确实每一年都是这样。但是就此你能认为未来的几年中的股市行情也一定是良好的吗？绝对不能这么认为，纯粹的数字游戏不能说明什么，我们看不出有任何经济意义。

也许，你真的能找出末尾数字是5的年份股市行情良好的原因，那么这可以归入你的个人资本市场技术体系，对你来说有利无害。接着，你要运用问题二努力挖掘出其他人无从发现的真相。

如果你开始把经过检验的新资本市场技术投入实际应用，你也不要过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.1 重要机构的名称、网址、数据资源

机构	网址	数据资源
彭博新闻社	www.bloomberg.com	全球股市新闻、报价，计算工具，其他媒体
经济分析局	www.bea.gov	GDP，经常账户平衡，进出口
劳动力分析局	www.bls.gov	消费指数，失业率，生产力，通货膨胀
疾病控制与防护中心	www.cdc.gov	出生率、死亡率、健康指数，人口统计等
商业部	www.commerce.gov	贸易条件
能源信息与管理	www.eia.doe.gov	能源统计，历史数据
福布斯杂志	www.forbes.com	商业、市场新闻，个人理财
国际货币基金	www.imf.org	国际经济金融统计
LexisNexis 数据库	www.lexisnexis.com	机械研究综合新闻，公共记录，信息资源
摩根士丹利资本国际	www.mscibarra.com	MSCI 指数，数据，特点分析，业绩
国家经济研究局	www.nber.org	商业循环（经济衰退时间预测）
纽约股票交易市场	www.nyse.com	纽约股票交易
经济合作发展组织	www.oecd.com	国际经济贸易统计
真实透明政治	www.realclearpolitics.com	重要政治新闻，重大事件，博客，民意测验
罗素指数服务	www.russell.com	罗素指数，特点分析，价值分析
标准 · 普尔 500 指数	www.standardandpoors.com	标准 · 普尔 500 指数，数据，特点分析，成分分析
经济学家	www.economist.com	全球经济新闻，每周纪事
经济时报（英国）	www.ft.com	国际股票市场，商务，世界新闻
汤姆斯/美国国会图书馆	www.loc.gov	法律信息
美国人口普查局	www.census.gov	地区统计
美国国会	www.house.com	议员网址，法案，法律，名册
美国国防部	www.defenselink.mil	官方新闻，报告
美国联邦储备	www.federalreserve.gov	银行平衡单，信用统计，货币市场，资金流动
美国政府官方网站入口	www.firstgov.gov	所有政府分支、部门、地区的链接
美国白宫职员代表办公室	clerk.house.gov	法案细节，历史，选举统计
美国预算管理办公室	www.whitehouse.gov/omb	美国财政预算
美国财政部	www.ustreas.gov	税务，利率，社会保险，医疗保险
华尔街报（美国）	www.wsj.com	国际股市，商务，全球新闻
威尔希尔指数服务	www.wilshire.com	威尔希尔股市指数，估价
世界卫生组织	www.who.int	全球健康与疾病统计，死亡率，新闻，警示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分自信，不要认为这种技术每次都生效。世上没有毫无瑕疵、屡试不爽的技术。假设X引起Y发生的几率是70%，这已经很不错了，但是另外30%的原因是未知的，所以你依旧有30%犯错的可能性。

股市平稳即是好

市销率（英文缩写为PSR，也写作P/S，价格销售比）是一个创新性的资本市场技术，我刚发现它时非常有效，但是如今它的效用不大。我发现了这种判断股价过高还是过低的方式，其他人没有使用过，于是我在1984年的时候写了一本名叫《超级股票》的书。当本·格雷厄姆顺口提及股市价格与销售的潜在关系十分有趣时，我是第一个出版相关书籍的人，我感到十分自豪。不过这些理论如今都已经用不上了，成为我遥远的记忆。但是如果在25年前，你能回避低市销率股市，你就能在股市中胜出。我的书出版以后，研究结果被公之于众，PSR理论得到广泛地传播，甚至成了一些特许金融分析师的必修课。

今天，很多分析型网站都引用了PSR理论，作为一项资本市场技术和一种预测工具，PSR已经市场化了，成为股市的历史。无论多么伟大的发现，最后都会因为普及和时间的流逝而成为历史。

不知情的人不必亲自计算PSR，在普通的网站上直接可以找到结果，如www.morningstar.com网站，将PSR与股市的价格收益比、市场资本化程度、收益率放在相近的位置上。PSR值是每股市场价格除以每股销售收入的结果，它与价格收益比类似，但是把收益换成了每年的回报率或者销售收入。如果一支股票的市场价格是25美元，每股销售价格也是25美元，那么PSR就是1。非常简单，以今天的视角看已经全然不是先进的方法——很难想象今天还有人说："嗨，我们把每股的价格除以每股的收益怎么样？"如今人们普遍地使用这个方程，于是它的效用也大大降低了。

现在没有必要再对PSR或者以前的《超级股票》作深入阅读，因为那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书毕竟是20多年前写的。但是我要说明两点：关于书籍，阅读过以前的投资类书籍对你很有好处，可以了解资本市场技术的发展过程。不管是我的书还是别人的书，如果你想看，不必买新的，可以买便宜的二手书。有一个比较好的书籍搜索网站www.ABEbooks.com，即过去的美国图书交换市场，可以从中找到一些旧书，在线搜索中可输入作者名、书名、价格等关键词，那里的资源比其他地方都丰富，选择范围也比较宽泛。最近，在这个网站上《超级股票》的价格范围在4.8美元到200多美元不等。一般情况下，要是想找一本旧书，我会先到www.ABEbooks.com网站上搜寻。

发掘每一个获利的空间

不管怎么样，每个想靠股市赚钱的人都知道，买将来的热门股是最合算的，所以你必须在必要时选择看上去冷门的股票，我们要掌握的技巧就是发现那支目前看上去低迷但是不久会成为热门的股票。那么怎样才能发现这种类型的股票呢？这就是当初我对PSR产生兴趣的原因，我把最初的PSR理论直接转变成如何把握资本市场的技术。

投资者长期依靠价格收益比来寻找便宜的股票，这个做法已经落伍了。一些新兴的公司没有收益数据，即使是一些老公司，也没有收益数据。这时该怎么计算价格收益比呢？因为没有收益，就没有除数，所以没有价格收益比。有时，某个公司的价格收益比达到1000，因为它的收益几乎为零；有时价格收益比为5，那是因为当时的收益异常高，这都是不正常的现象。

但是尽管有的公司没有收益，它依旧能卖出股票。在几十年前，问题二开始在我脑中成形——我能挖掘他人未知的信息吗？如果一支低价的股票未来有收益，那么就有可能出现很低的价格收益比。要是人们发现了一支潜力股，那么他们就会一拥而上，于是把价格抬高了。所以，如果你足够理性的话，要选择价格与公司销售价相比较低而价格收益比并不低的股票。这些股票跟市场的相关性很低，更重要的是，与同类股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的相关性很小，与未来收益的相关性也很小。我在写《超级股票》这本书的时候，把低PSR的股票定义为市场总资产在市场的年度总收益中所占的比例少于75%的公司，把高PSR的股票定义为市场价值是年收益三倍多的公司。

这仅仅是一个理论，当时还没有像今天那么多的机构引用PSR理论。那时没有数据库，没有www.Broomberg.com和www.Morningstar.com这样的网站专门为股民计算PSR。我用可利用的公共预测数据建立自己的数据，算出比率。那时收集数据也是一种赚钱的方式，当时数据非常珍贵，而今天，数据几乎都是免费的。1981年，我付给高盛公司2万美元，为的就是要算出纽约证券市场的PSR值。这些数据在今天都是可以免费获得的数据，在当时却非常昂贵。历史数据都是人工建立的，因此这些信息的价格令人望而却步，除非你非常需要历史数据。

我不断地用历史PSR值验证股市结果，我发现自己的理论能够成立。我建立了几个数据库，其中20世纪70年代的技术类股票数据库由过去的投资公司Hambrecht & Quist搜集数据，20世纪30年代的股市数据库的数据建立在穆迪提供的数据基础上。低PSR的股票比较高PSR的股票有更大的发展空间，尽管不是每一次、每一支股票都符合这个规律，但是对我来说这已经可以作为一种预测工具。换句话说，低PSR的股票是超级股票。

在写《超级股票》之前，我已经运用这项技术在几次投资上获得了成功，而且PSR的使用，推进了我事业各个方面的发展。你可能在想，我为什么会在一本发行量很大的书中大肆宣扬自己的秘密，我应该保守这个秘密，这样我就能保持自己的优势。其实不是这样的，你的这种想法是错误的。

任何优势都是暂时的，你身后有一大帮人随时在寻找你发现的猎物。尽管我知道我的发现十分新奇，但是这种发现没有神奇的魔力，不需要复杂的数学计算，我所做的不过是从新的角度分析了一部分有用的数据，做的测试也不多，跟基础理论的联系不是很大。或早或迟，秘密总会被其他人发现，所以我把这个想法公布出来了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在《超级股票》发行后很久，我的理论才被人们接受。此后的10年，只有我一个人在运用PSR理论。1997年，詹姆斯·欧桑尼斯出了本畅销书《影响华尔街的因素》，在该书中，他分析了所有常见的比率，试图找出哪一个最有效。他称誉PSR为价值因素之王，他扬言他的分析表明PSR跟其他的单个比率相比是最有效的。吉姆给过我一本他写的书，书中有一段他手写的文字："你遇到过这么有效的比率吗？要是投资管理人知道标准·普尔指数是根据低PSR股票设定的，他们将是多么震惊！"欧桑尼斯的书把PSR理论推到了权威的地位，于是PSR很快失去了它的效用。

看到我的创新成果被人们广泛使用，并且完全市场化，我是不是很生气呢？一点也没有！我很高兴，首先，如果这个理论是正确的，那么这种情况是无法避免的。在网络信息时代，随着免费数据的出现，不可能没有人发现PSR，PSR也不可能不被传播。

我已经用这个技术获得了很大的成功，知道该是创新的时候了。在我第一次计算PSR时，我开始了从未梦想过的事业，在20世纪70年代和80年代初，我并不认为自己比所有的投资者都聪明。20世纪80年代初，如果发现PSR的人算聪明，那么那个个人电脑基于8位的CPU时代，创制出64位进制的人也非常聪明。20世纪80年代和90年代电子业的大发展改变了数据的价格，每个人都能算出PSR，所以市场在不断地进步。

如果PSR再也没有实用价值，为什么我还在此浪费笔墨呢？首先，因为有些人坚持认为过时的技术还有用处，有位名叫杰克·霍克的先生就因为运用PSR预测市场走势并且大获成功，于是他因为2006年《华尔街日报》的一篇文章声名远播。任何一种比率，一经公布总是时而有效时而失效，这样也足以抓住人们对它的注意力。甚至使用最没有价值的比率，有时也会为你带来成功。

在过去的15年里，PSR值较低的股票相对稳定，没有出现价格调整，也没有带来丰厚的回报，因为PSR已经人尽皆知。然而，一旦价值股优于成长股，PSR值较低的股票总体上还是能战胜价值股。当成长股优于价值股时，PSR值较低的股票就落于与价值股了。

究竟如何把这些知识——从第一章至第三章的知识运用到实践中，做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出合理、有效的投资呢？先谈问题二：你能挖掘哪些别人未曾挖掘的信息？在第二章中，讲了如何判断股市中是成长股占优势还是价值股占优势，在价值股占优势的时候，PSR与价值股有很大关系，但是成长股占主导地位时就不一样了。所以，面对整个股市行情，你首先要确定价值股主导市场的时间，买进PSR值较低的股票。当成长股占优势时，你只能期望持有的股票PSR值升高。如今，PSR理论不是任何时候都能使用的工具，要把它与其他资本市场技术结合起来，计算出价值股占优势的时间，并且你持有PSR值较低的股票，这样才有机会赚到钱。

股市可能会让你损失惨重

某些种类的股票在股市中已经连续5年发展势头良好，投资者纷纷赶上这趟车，这些年获利颇多。但是这种情况在未来的5年内再也不会发生了，或者说投资者觉得这种情况再也不会发生了。正因为如此，这些股票反而很有可能继续上涨。因为投资者此时犯了认知错误，这些股票被投资者忽略了，于是就产生了低市销率、低价格收益比的股票。这些股票长期业绩平平，长久地被人们遗忘，但是一旦价值股占优势，它们就有上涨的可能。干机械活的人不习惯股市的变化多端，因为他们只希望每次以相同的方式操作手中的工具。

这更说明了反复测试的重要性，不断创新的重要性。在我部署投资计划前，都要屡次测试PSR理论是否有效，如果它已经失效，我就不会再使用它。我早就不把PSR理论作为主要工具，而且开发了很多新的技术，不断创新才是在股市中生存的不二法门。不过，市销率仍可以作为辅助工具。

如果不把投资的个股问题作为你考虑问题的基础，最终你会失去在股市中的优势。投资者经常会发现一些小工具，一旦发现它们很有效，就不再创新，一直使用这些小工具。投资界充斥着这样的小工具。书架上、美国全国广播公司、媒体上的宣传者竟想用15分钟的时间就告诉人们一辈子都说不明白的建议和技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们来探讨沃伦·巴菲特的投资方式，他从来没有像我这样思考过，而且我猜想他一定会觉得我的想法是很愚蠢的。2005年，约翰·威利公司出版过罗伯特·海格斯通（最畅销传记作家）写的《沃伦·巴菲特方式》一书，我为该书的再版本写过序言。沃伦·巴菲特先生的投资方式最突出的一点是多变性。如果你阅读过他20世纪60年代的投资资料，就会发现他当时所说的理论与他在20世纪70、80年代初所说的理论相去甚远。最初，他通过最简单的计算，专门买最便宜的小型股；后来，他买的股票叫做“特许股”；接着，他开始购买大型公司的大型股，他成为大型成长股的持有者，这些决策可以说是受我的父亲和查理·芒格的影响。在沃伦·巴菲特收购可口可乐公司和吉列公司时，你不能把这些活动与他20年前的投资行为联系起来。21世纪的头几年，价值股盛行，他却开始购买便宜的小型股。当沃伦·巴菲特发现自己所做的投资失去重心或者得不到他想要的东西时，他就不断地改变投资策略。如果你想在以后的数十年中，把他的技术复制到自己的投资决策上，你还是无法跟上沃伦·巴菲特的步伐。尽管沃伦·巴菲特的策略有可行性，但是沃伦·巴菲特没有建构一套系统的股市战略技术，我猜想主要原因在于他的性格是直觉型的，他很少从技术性、科学性上考虑问题。无论是建构一套系统的股市战略技术，还是想要像巴菲特先生那样凭借直觉投资，适应和改变是走向成功的第一步。停滞不前会带来失败，因为我不懂得如何凭借直觉，所以我还是要依靠三个问题，并且构建一套系统的股市战略技术。

准确的股市预测

股市战略技术偶然也会在第一次应用时就被市场化了，但是它在其他领域还有用。因为人们接受新的技术并不意味着他们能正确地使用这个技术，而且新技术需要其他技术的配合，但是人们不知道该用哪种技术来配合。如市销率，自从在20世纪90年代我把它引进市场之后，如今已经被市场化了，但是在某些领域、某些地区它依旧很有用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以建立的投资者样本

我是怎么得到“基于大众心理的钟状曲线预测法”的呢？我们知道，如果大家一致认为股市会上涨，那么股市一定不会上涨了。还记得在序言里我提到的一个调查对象为投资者的微型民意测验吗？民意测验这种技术很简单，人们经常听到这种预测结果：乔伊以52比48击败汤姆，误差为5，其实这并不能说明到底谁胜出。如果琼以60比40击败乔伊，误差为5，那么我们就知道谁胜出了。在民意测验开始之前，先制作一个可以代表真实情况的样本，如果抽样调查对象选择正确，那么只要500人容量的样本就能预测整个国家的总统大选结果了。

我们设置了一个投资者样本（热衷价值股的，追随成长股的，剩余的），然后调查投资者对下个月——假定是3月份——市场走向的看法，结果大部分人认为股市将高涨。我们可以断定3月份股市不会高涨，因为如果他们都认为股市会高涨，那么他们无论打算买哪种股票，都会抢先在3月之前买进，这样就没有持续的购买力促使股市继续上涨了。他们的想法被市场化了，所以股市不可能按原来的预测结果发展。

很遗憾地说，迄今为止我们还没有掌握正确制作代表全体股民样本的技术。有一些团体宣称他们可以做到，但是事实上不是这样。如今人们普遍使用的“股民智力数据库”，是时事新闻工作者建立的。另外一个普遍的测验是对美国个人投资者协会成员的测验。我和米尔·斯泰曼仔细研究了这些报告，发现它们不具备预测性，除非这些调查对象数量巨大。所以，这些工具在统计分析上都是站不住脚的，缺乏科学性。

无法建立正确的样本有多方面的原因：首先，个人投资者对民意测验兴趣不大，他们不愿意说出自己的真实想法；另外，不同的投资者使用的术语概念不统一，导致调查结果令人费解。因为不是每个人对某个概念的理解都一样。

而且，个人投资者对自己的身份保密，不愿意向调查者透露自己的个人信息。这是民意测验不可避免的问题。在1954年达瑞尔·哈夫写完著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名的《统计陷阱》一书之前，人们就发现了这个问题。《统计陷阱》是一本简洁易懂的书，我建议每个人都读一下。如果我的书对你来说没有用处，那么到 www.ABEbooks.com 网站上找一本哈夫写的书来看看，你在我的书上花的时间也算值了。

错误的，顽固的，长久的

当我们掌握了建立完善的样本设置技术时，调查对象真实的想法与问卷答案之间的差距也许就消失了。专业的投资者非常热衷于信息的搜集，但是这些人获得的信息都是相同的。专业投资者通常有一套，所以他们输出的信息一致。但是，专业投资者发表的观点比较真诚，因为他们深信自己接受过专业训练，自己的观点一定是正确的。因此，如果他们要使某些信息市场化，那么这些信息一定长期稳固地占据在人们的脑海中；如果他们一致认定某个现象将会发生，那么这个现象必定不会持久。专业人员一致同意某件事情会发生，那么这件事肯定不会发生。这是我们做预测最重要的第一步，即首先明确哪些事不会发生。

除非你居住在亚马逊盆地远离人世，否则你一定会看到经济圈内的专家们都在每年年初发布一年的股市预测报告。不管好坏对错，每年都有非常多的投资机构加入这场惯常的发布仪式中。经济商行内有经济学家作出预测，基金机构有自己的专家作出预测，职业的投资管理经纪人把自己的结论通过报告的形式发给客户。股市名人先说作出正确的预测是不可能的，接着却开始阐述自己对未来股市的想法，你无法阻止他们发表言论。越来越多的公众人物发表预测宣言，各种股市预测层出不穷，充斥市场。

但是这些预测多数是错误的。

在关键时刻，只有极少数的预测是准确的，多数的预测是不准确的。因为专家分析的因素完全错误，或者因为专家的预测被市场化了。马克特·马克在股票经纪公司 ABC 工作时说，他认为 2008 年股市回报率达 XY.Z%，财务管理公司、共同基金、对冲基金以及其他金融市场也一样，ABC 公司已经劝导他们的客户勇敢地投资了。这时我们做个调查，会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现他们的想法已经被市场化了，无论他们认同哪个回报率，事实上都不可能与他们想像中的一致。

20世纪90年代初期，我想知道每个股市预测之间有多大的区别。我把能利用的资源都利用上，找到各种已经发布的股市预测报告；接着我根据实际情况进行追踪，把每个结果都画到一张图上，最终形成了一条看上去类似钟状曲线的线条。意见一致的预测报告大都落在了钟状图中最粗壮的部分，曲线两端分布的是少数奇异的预测结果，有牛市也有熊市。每一年总有一些例外的意见。

图4.1是1996～2003年预测股市的钟状曲线图以及每年的股市收益率。每个数字代表的是专业人员的预测结果，曲线中部是相似的预测意见。从中可以发现，实际结果不是与曲线两端相符就是落在曲线的空白处。一两个幸运者能预测正确，但是每年的幸运者不是同一个人。有些年，人们相信牛市会出现，结果股市非常低迷；有些年，人们信心不够，但是股市却比预计的要好；还有的时候，股市的变化十分诡异，人们根本无法预测。这个例子也很好地证明了做一个与大众唱反调的人将没有任何好处。股市的变化有多种可能性，并不一定只是与人们的期望相反而已。

图4.1说明了人们一致同意的预测结果最后往往不会出现。就此，我得出结论，一致的意见仅仅是一种游戏。

使用这种技术其实就是采用排除法。既然一致的意见肯定不正确，那么就该考虑钟状曲线图中的两个极端和空白区。一年之中，股市只会出现四种变化，那就是大幅上涨、小幅上涨、小幅下跌、大幅下跌。所以，我总结出了一条规律，即无论股市怎么变化、怎么与我的预测结果接近，大众的意见总是与我的意见不同。这种逻辑与“股市降低所有已知信息的价值”一致，与历史事实一致，而且与问题二的主旨一致——挖掘其他预测者不能预测的信息。预测家是股市的一分子，所以他们也不可避免地被股市戏弄。

另一种说法就是在年末事成定局之前，不做任何结论性的预测。

例如1999年，人们都因为计算机病毒千年虫产生恐慌，在股市不断上涨了10年之后向千年虫投降，人们对股市持消极态度。大部分预测者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

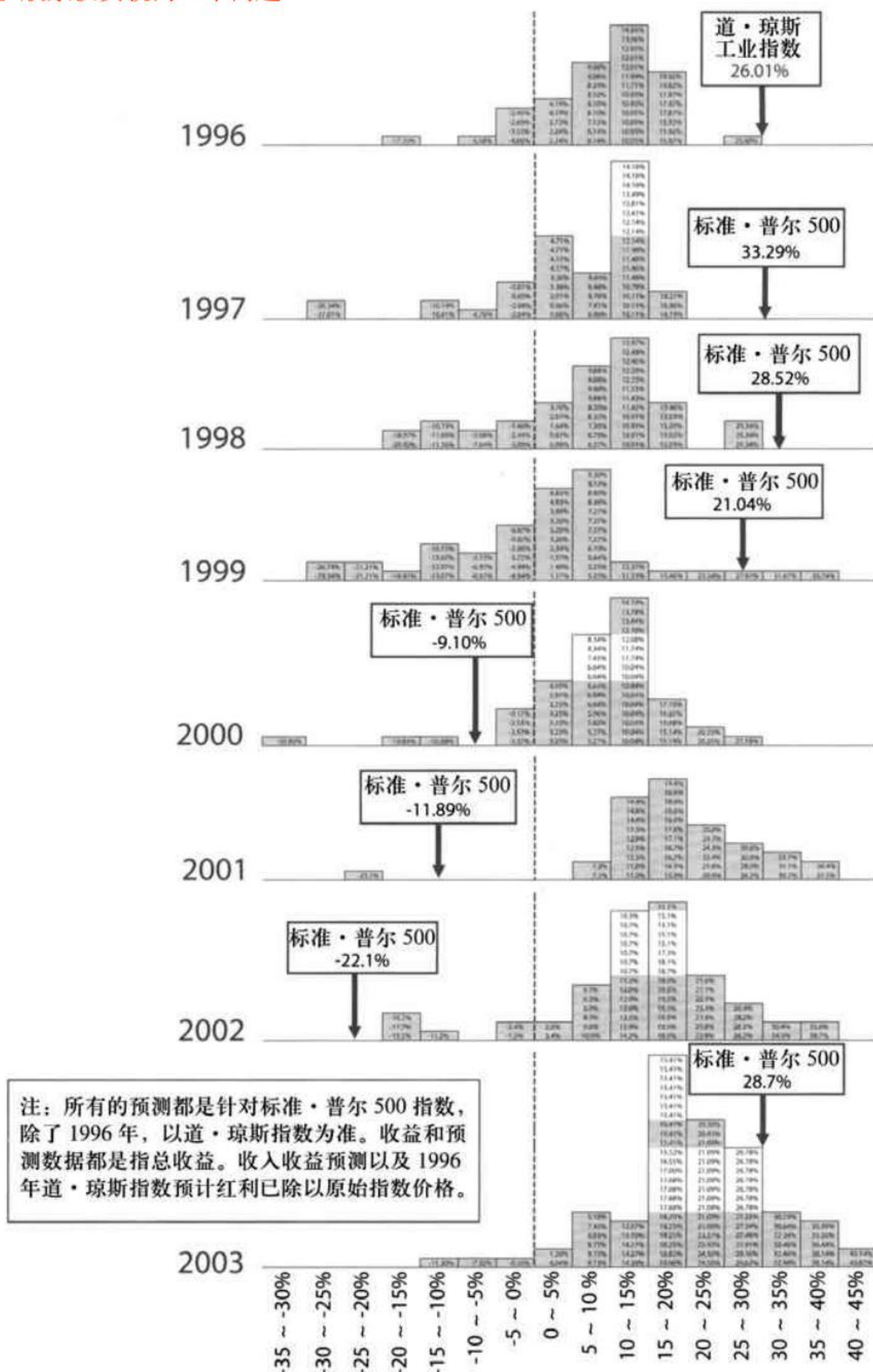


图 4.1 1996～2003 年每年股市预测调查
来源：《经济周报》，费舍投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有料到最终股市的回报率突破了两位数。尽管晚间经济新闻不断地在讨论熊市，但是我并没有看到熊市的任何迹象。在预测统计的钟状曲线图中，在15%至23%之间，有一些空白，说明存在很多被人们忽略的因素可能促使股市上涨。之前在第二章，我们已经讨论过，我认为千年虫一定是人们大肆宣扬即将来临而最终未发生的事，人们也忽略总统任期循环事件——1999年是克林顿第二任期的第三年。回忆一下第二章，总统任期的第三年股市很少会下跌，通常会大幅上涨。但当时，大众对美国经济的前景忧心忡忡，而我认为公司收益将会上涨到令人吃惊的程度。我猜测1999年美国股市的涨幅可能超过20%。因此，1998年12月28日我在《福布斯》专栏中写了一篇标题为《1999年将是牛市》的文章，预测标准·普尔500指数会上涨20%，结果正是如此。我的预测跟实际如此接近，那仅仅是运气好而已。不过，我在20世纪90年代中期创立的钟状曲线技术使我明白了如何才能把握股市的走向。

1999年我成了焦点人物，我有没有自我表扬呢？当然有，那年的除夕夜，我和当地的朋友一起参加新年宴会，兴致格外高，而且喝的酒也比往常多。那天晚上，仅仅因为我的预测准确性就值得我多喝两杯酒，对千年虫的准确预测更令我兴奋不已。但是就此打住，不然我就会犯“事后偏见”和“过度自信”的错误。我的目标不是为了预测出准确的数据，也不是为了预测正确的收益率（但是《福布斯》杂志的编辑希望我能这么做），我有更宏伟的目标，那就是使用问题三来把握正确的股市走向，大方向比精确的数字更为重要。

依靠钟状曲线图，我在20世纪90年代末及21世纪初期把握了正确的股市走向，在2000年和2001年股市低迷时，钟状曲线图帮助我战胜了股市。我在《福布斯》杂志上发布的股市预测报告都建立在这个技术之上，非常幸运，这些年我做的预测是正确的。我等待着在别人也发现这个技术之后公布这个技术，这样我就有动力发掘新的技术。

这个技术数年来都非常有效，而且经受了各种考验。我第一次在《福布斯》杂志和《研究》杂志上发表关于这个技术的文章时，人们嘲笑它是伏都教的巫术。2000年左右，这个理论不再被人们嘲笑了，于是我紧张起

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，那时人们开始使用与此类似的技术。但是我又心下坦然，因为人们的使用方法是错误的，人们把它当做一种与他人唱反调的工具。如果大多数人预测牛市会出现，那么使用钟状曲线图的人赶紧就说熊市会出现，反之亦然。恰好因为2001年和2002年大多数人预测牛市会出现，但结果出现熊市，由此，这个技术开始被人们误用作“唱反调”的工具。虽然这些人使用不当，但总比毁了这个技术好。

错误即使有幸运伴随，终究还是错误。如果你能正确使用钟状曲线图，那么虽然大众预测牛市会出现，你得出的结论可能也是牛市。例如1996年、1997年、1998年、1999年，甚至是2003年，这些年大众预测股市是走势平稳的牛市，但事实上股市是走势更加良好的牛市。如果这些年中，你使用钟状曲线图得出了熊市占主导地位的结论，那么你就会错过这些收益。

最终人们还是学会了正确的使用方法。当理查德·伯恩斯坦被提拔为美琳公司经济部门的主管时，他也发明了一个类似的技术，对20世纪90年代的股市预测作用十分显著。我和梅尔·斯泰曼在论文《投资者的心理》中，用到过他的数据。理查德·伯恩斯坦的模型展示了有效的预测能力，我的钟状曲线图带来的威望很快就转移到了他的身上，他成为投资界的权威。他的技术在那几年是有效的，但是到了2004年，他的技术就失效了。那时人们在网上发布了很多模仿钟状曲线图的技术——今天依然能找到，有些家伙直接使用我过去运用的方法。就像市销率，曾经的创新技术如今过度流行，被充分市场化了，成为一个过时的方程式。

2004年对初次使用钟状曲线图的人来说是侥幸的一年，这一年股市表现良好，但是很多专业预测家开始竞相使用这个技术，我知道它不久就会失效。果然到了2005年，它变得毫无用处。

现在每年都有一些这样的预测家，他们关注别人的结论，然后颠覆别人的结论。当他们作出预测时已经不如过去那么坚定，如今每个人都在和别人做游戏，所以我们必须开始新的游戏才行。至少对美国股市来说，情况是这样的。

以前，在任何一个自由交易的股市，只要有大量的预测专家作出预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测，我的方法都很有效。我们经常用钟状曲线图来预测纳斯达克指数，它对我的决定是有影响的。如今虽然对美国资本市场来说这个方法的效用不大，但是我们把视野放到世界上的其他地方，说不定能用上这个方法。

可能你无法在克罗地亚的股市使用这个技术，因为那里的股民很少。但是在德国，尽管每年年末产生大量的股市预测信息，但没有人（除了我的德国朋友汤姆斯·赫诺外）使用钟状曲线图预测德国的DAX指数。前面我说过，在美国可行的方法在世界上其他大多数地方也是可行的。事实确实如此，图4.2显示了这一结果。如果你是一个全球投资者，钟状曲线图依旧是你研究国外股市的一个有效工具。在美国以外的地区，你也能找到大量的股市预测信息，主要是德国和英国，其他地区有时候有足够的预测信息，有时候则很少。

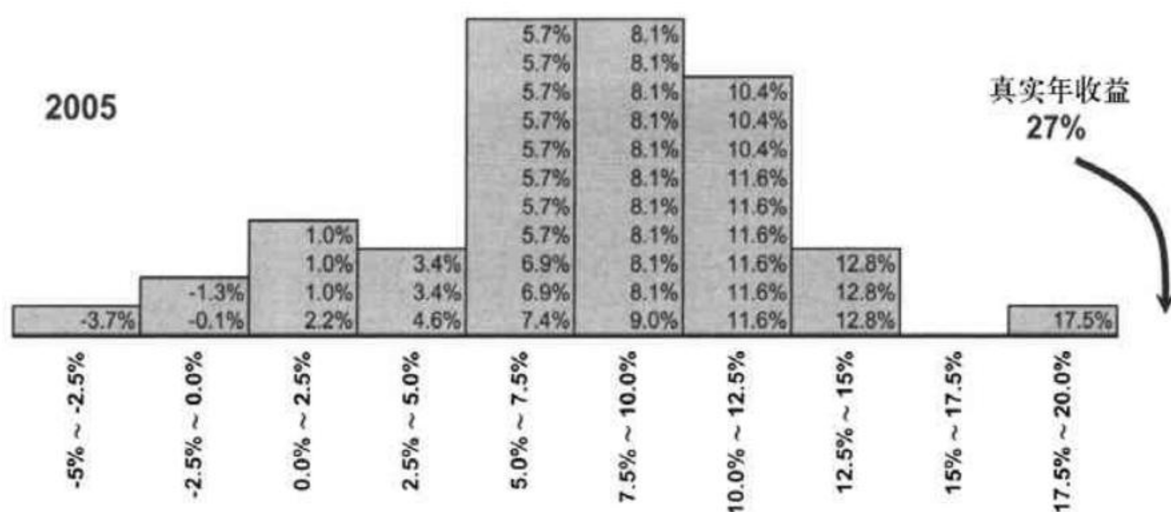


图4.2 DAX钟状曲线图

来源：汤姆斯·赫诺，费舍投资公司

图4.2是根据2005年德国股市的走势制作的钟状曲线图，公认的意见仍然是被戏弄的对象。2005年股市的最终结果不是公众一致认定的预测结果。而且，我说的自由交易市场不仅仅指股票市场，虽然这个方法对标准·普尔500指数的预测不起作用，但是对美国国内或者国外的长期利率以及其他主要的货币市场还能起到预测作用。图4.3表示的是2002～2005年美国10年期的政府债券收益率的钟状曲线及其最终结果。

一年接着一年，人们对长期债券的发展状况的估计总是错误的，却从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

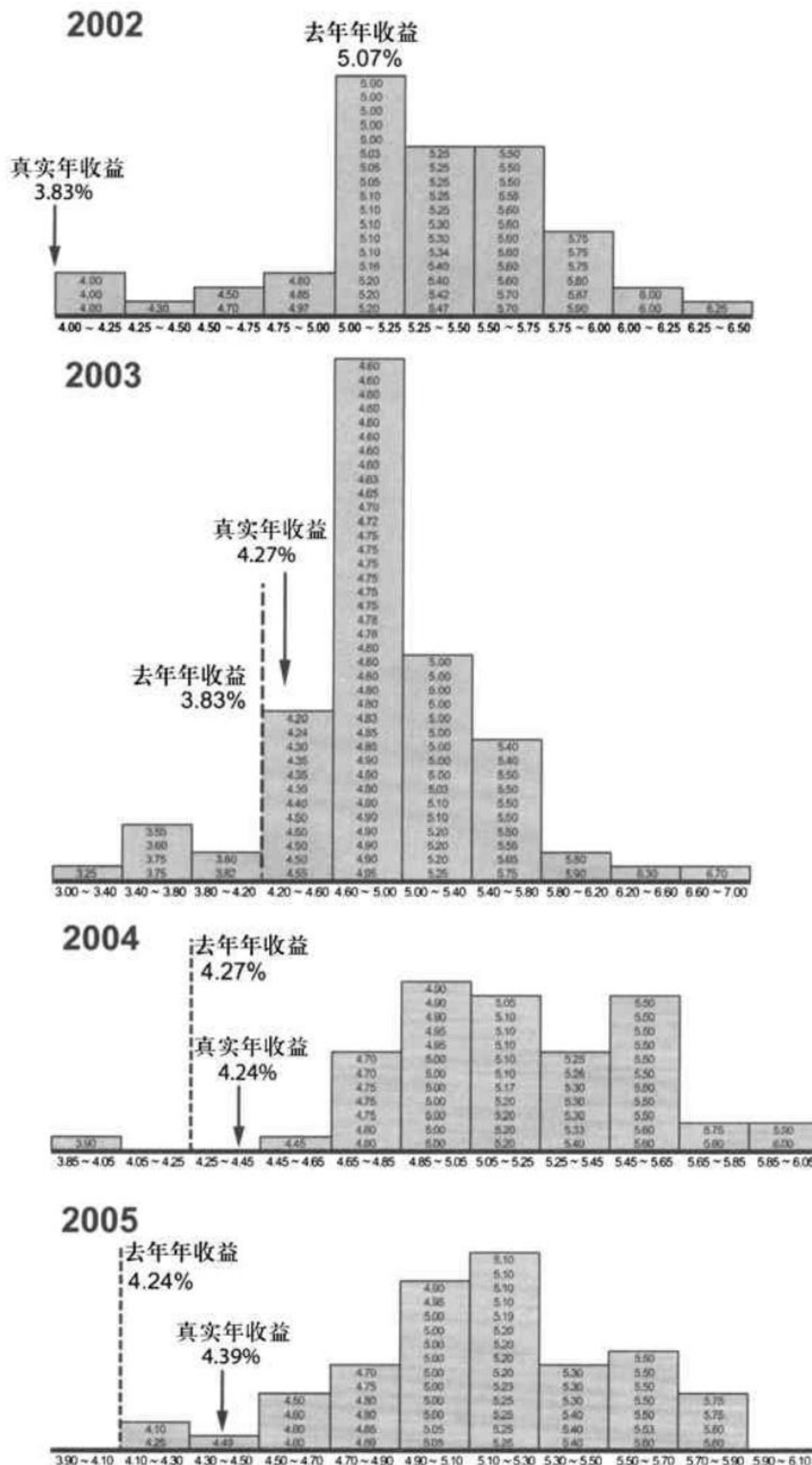


图 4.3　2002～2005 年美国债券收益预测钟状图
来源：《华尔街报》，费舍投资公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来不吸取经验教训。对你来说这是个好消息，因为你可以在这个领域继续使用钟状曲线技术。制作这个类型的钟状曲线图非常容易，《华尔街日报》在每年的最初两周会公布各种经济指数预测信息，包括短期利率和长期利率预测信息。(《经济周报》也会公布预测信息，但是《华尔街日报》的利率预测信息更加全面。)你的数据可能十分全面，跟你周围的人比起来，你已经获得了重要的优势。

记住，这个技术不能保证你对市场的判断一定正确——股市总会出现意外。

钟状曲线图的作用在于：确定不会发生的事情，明确其他结果存在的可能性，把选择的范围缩小到最小——它告诉你，你只能作出有限的选择，并且你不会犯大众所犯的错误。如果你明确什么事不会发生，那么你已经排除了很多额外的因素，接着再在较小的范围内作出决定。当然，最后的决定还是要靠你自己。

虽然这个方法对长期债券的预测有效果，但是对联邦基金利率却不起作用。短期利率不像长期利率那样由自由市场控制，但还是有很多人对短期利率的走向作出预测，你可以到www.tradesports.com网站上确认一下。联邦基金利率由专门的中央银行系统设定，所以不在人们的预测范围之内。不论人们的预测是否正确，都跟市场无关，一切都由政府决定。钟状曲线图只适用于自由市场，包括货币市场。

为什么要公开这些秘密？

你可能又要问，为什么我总是滔滔不绝地讲出自己的秘诀呢？为什么不保守秘密呢？如果我不公布钟状曲线技术，也许我还能继续在美国股市中使用这一方法，但理查德·伯恩斯坦或者其他人总会发现与之类似的方法。美国市场占全球公共贸易市场份额的50%（根据计算方法不同，可能会有小的出入），所以说失去预测美国市场的工具将会是一笔很大的损失，对吗？我明白自己的优势总有一天会丧失，我公开我的秘密是不是在加速市场化？可能是的。把大量的预测结果绘成钟状曲线图，在20世纪90年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代中期是我们公司独特的研究方法，在别处几乎看不到。这也引发了问题三。为什么我要把重大的发现公开呢？有两个原因：第一，我的公司成员是一个不断创新的团体，同时我们知道我们必须不断创新，所以我并不担心失去一两种新技术；第二，如果全世界的人一直嘲笑我的技术——如他们对总统任期循环规律的嘲笑、对价格收益比的嘲笑——那么我就知道我的技术仍然是有效的。我知道我的技术能维持很久，我敢打赌，全世界的人会由于认知错误而辨识不出这些真正有效的技术，这么一来，这些技术还很有用处。这样，我可以在确定原先技术有效性的同时，把精力转向新的领域。所以公开秘诀是有好处的，这样我才能够知道是不是应该创新，也知道如果人们拒绝我的技术，那么我还能继续依靠这个技术。如果不公开自己的技术，永远也不知道人们对它的看法和反应。

如果钟状曲线图是我唯一的武器，那我有可能保守这个秘密武器，但是如果运用问题三来思考一下现状，并且我渴望不断发展自己的股市战略技术，那么我就会不断开拓进取，不会害怕失去陈旧的工具。对创新的不懈追求使我开始进入资产管理中最有趣味的领域，如果我在现在这个时候、这个年纪没有创新精神，那么我就不能够为其他人管理超过300亿美元的资金。

在投资界要保持自己的竞争力，就必须不断创新，但是很多人不喜欢创新或者无法创新，甚至一些著名的经纪公司也做不到。我在为自己的公司寻找合作伙伴时，不会考虑这样的公司以及其他华尔街上的公司。20世纪70年代初，我的合作伙伴是英特尔、山姆·沃尔顿的沃尔玛，宝洁公司的市场部、通用电器公司的管理部。这些公司以创新性闻名，我当时仰慕鲍勃·诺伊斯，他是集成电路的发明者之一，是戈登·摩尔的长期搭档。在那个单纯的年代，我见到了鲍勃·诺伊斯，并且和他进行了交谈，他的谈话使我开阔了眼界。诺伊斯知道他和摩尔一刻也不能停止进步。他的个子不是很高，但是人们认为他的智力一定超群，如果不是这样，他也不可能建立英特尔公司，但是人们忽略了鲍勃·诺伊斯和戈登·摩尔的精神，忽略了他们对自己制作的半导体必会落后的清醒认识。他们二人的目标是提高知识更新速度，他们的信仰是不断创新。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以我在寻找合作伙伴时，最关心的是对方持久的创新能力，我不想看到自己的公司跟美林公司一样，我希望我的公司能跟1975年诺伊斯和摩尔的英特尔公司一样。所以，如果我研究出有效的方法，不介意将它公开，也不介意它被市场化，不介意它最后成为毫无用处的东西。对这些过程我早有心理准备，这叫进步。

所以把我的创新成果出版发行，有助于它们的市场化，但是最好的成果不容易被市场化——至少不会在短时间内被市场化。在我第一本书出版以后，市销率这个概念的完全市场化大概花了10年的时间。本书中的观念也会在很长时间后才会被市场化，当然如果很多投资者来买这本书，那么市场化过程就会缩短。但是仔细想想，就算这本书的销售量是10万册，而《福布斯》杂志的销售量是它的15倍，很久以前我就在《福布斯》杂志上介绍过这些方法，但只有少数人接受我的观点，大多数人还是不能接受的，这不是一个很好的消息么？通过与投资者的长期相处，我发现石器时代人类的固有思维难以克服，很多读者会抵制我的观点，他们一看到我的书就会说："真荒唐！只有几近疯狂的傻瓜才会相信财政赤字没有坏处，只有更愚蠢的人才会认为财政赤字会带来好处！"还有些人会说："那个叫费舍的是个低能吧，他对价格收益比知道什么？我完全了解价格收益比，我每天阅读《投资日报》，我是注册金融师，在投资界已经工作将近20年，我只买低价格收益比的股票。"

强烈反对我的人忽略了三个问题的重要性，我认定他们在5000年前的部落时代能生存下来，但是不能认定他们能在现代股市中生存。如果你想在股市中生存，你必须掌握一种发展自己股市战略技术的方法。

以全球市场作为基准

我们公司还有一项发展成熟、灵活有效的技术，那就是全球基准指数。这不是新的发现，也不是我发明的新技术。你可能会嘲笑这个方法：挑选一种指数，以此为据调整和衡量投资决策。你会认为这个方法太简单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，而且也不是新的方法，每个人都能这么做。是的，它十分简单，所以人人都会，但是多数人不会这么做，就算他们采用了这个方法，也往往不得要领。如果他们能正确使用这个方法，就能获得更多的成功机会，减少犯错次数，这就是该方法的神奇之处。我们可以用基准指数衡量自己的决策，但更重要的是以基准指数为依据来管理自己的投资。

与大多数的美国股民一样，你也许觉得全球股市离你很远，一般把注意力放在标准·普尔500指数、美国股市以及共有基金上。毕竟，你比较熟悉美国，更适应美国的市场环境。但我们不得不承认，从全球角度出发思考有助于我们更好地了解各种事物，包括对美国的了解。选择全球基准指数目的之一是为了更好地认识事物。

很多人声称他们不需要进行全球性的思考，也不必买国外的股票，因为美国的公司在海外拥有很大份额的股票，所以他们可以直接从美国的跨国公司那里获得全球经济信息。大多数人都持有这个观点，但是这种观点不堪一击。如果美国的跨国公司可以引进国外股份，那么它们就一定与外国股市有着紧密的联系吗？如果相关性不大，那么说明它们并没有为你带来你所需要的信息。如果调查一下美国、日本、德国、荷兰的跨国公司，你会发现它们与本国的关系比与其他国家的关系密切得多。也就是说埃克森·美孚、可口可乐、福特之间的关联性比它们与索尼、丰田、日立之间的关系要紧密，美国跨国公司与标准·普尔500指数的关系比它们与摩根士丹利指数的关系也要紧密。这些相关系数告诉你，美国跨国公司股票跟美国股票相似，它们不可能为你提供全球经济信息。原因是每个国家的文化对跨国公司股票的影响，远远超过它们对投入生产的所在地的影响。例如一家日本跨国公司，它的职员多数是日本人，以日本法律为生产依据，主要从日本国内获得资金。因此，只有站在全球性的高度才能真正了解跨国公司——这是我的基本观点。要想更好地了解美国，无论是就全球收益率曲线还是就美国股市之间的相关性而言，都必须从全球范围考虑。

选择的基准指数与投资战线的长短无关，无论你相不相信，所有计算正确的主要股市基准指数在30年后都趋向于同一点，它们从不同的路径到达同一个终点（后面我会详细解释）。但是理性的人会选择最稳定的一种指数作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准指数，这就必须选择与全球市场相关的指数，以便把目光投向全球。

毫无疑问，基准指数绝对重要，因为它是你投资组合的航标。没有基准指数的投资组合就如同一个人开着一辆自己不熟悉的车行驶在一个陌生的国度里，没有地图，没有方向，他心里在想：为什么老是不能接近目的地呢？其实他并不知道目的地在哪里。基准指数，能够指引你在进行投资组合时应该选择什么类型的股票、确定每支股票的份额该占多少、该何时购买股票。

一个基准指数就是一幅精确的路线图

2001年9月11日早晨，我与东海岸员工小组乘坐火车，从华盛顿出发去费城。前一天我们为华盛顿的客户召开了一个研讨会，现在正前往费城准备做相同的工作，那天恐怖分子的袭击打破了美国人正常的生活。离开费城时，员工们以最快的速度奔向各自的家——有新罕布尔什州的，也有佛罗里达州的。由于飞机停班，我和两个同事租了一辆货车，向西开往加利福尼亚州。多数时候，我们是在超速行驶。有两条主要线路可供我们选择，南线较长，经过圣·路易斯、芝加哥，北线比较有可能成为恐怖分子的袭击目标，所以我们选择了比较陌生的南线。其中一个同事在圣·路易斯下车，他打算乘午夜的火车回到位于达拉斯的家中。我们每隔3个小时就轮换着开车（45分钟调节，90分钟睡觉，45分钟醒着），然后在附近的加油站加油、吃饭，进行下一轮的调换，不断重复。32个小时后，我们竟然穿越了美国。

没有路线图，我们无法到达目的地，在路线图的帮助下，我们发现南线不是非常长而且可以加速行驶，于是我们知道该走哪条路，碰到岔路该怎么回到正道上，哪一条是丹弗市周围的路线，从丹弗出发后，是选择经过盐湖城和多纳·帕斯的北边路线还是选择经过莫哈韦沙漠的南边路线，这次我们选择了北边的路线。旅程的调整和安排都要用到路线图，因此我们有效地减少了旅途风险。良好的股市基准指数与一幅精确的路线图的实际功能是一样的。

基准指数是考察当前股市形势的晴雨表。每年在考察投资组合时，你会研究一下股票是上涨了还是下跌了，以及上涨和下跌的幅度分别是多少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吗？怎么判断股市形势的好坏呢？如果股票市值上涨了20%，股市形势是不是良好呢？如果股票市值下跌了5%，股市形势是不是就很坏呢？如果整个股市市值下跌了25%，而你的股票市值只下跌了5%，那又怎么衡量股市的形势呢？从费城到旧金山的路中，有些地区可以超速行驶，而有些地区只能耐心地开车。股市也是这样，我不是一个很有耐心的人，但是我知道什么时候该耐心。

很多投资者声称他们的目标是打败"市场"，但是他们没说清楚他们所指的是哪个市场，也没有说清楚如何去打败它。市场可以是美国证券市场、世界证券市场，甚至是债券市场。有些年，无数人想打败纳斯达克指数。你不能毫无理性、毫无目标地准备打败市场，一定要选择具体的目标。一旦选准好市场，你就要小心谨慎作出每一个投资决定。一旦选定了基准指数，你就要开始仔细研究每一类股票，但是如果你判断失误，风险是很巨大的。是集中投资还是多样化投资，这取决于你选择的路线图。

范围宽泛的股票指数，如标准·普尔500指数、摩根士丹利全球资本指数MSCI、摩根士丹利所有国家指数MSCIACWI，它们都是权威的股市坐标，可以作为经营股票、衡量业绩的基准指数。但是任何构建完善的指数都可以成为基准指数——如果你偏爱小型股，你就可以选择罗素200指数。多数英国投资者使用的是FTSE（《金融时报》）指数，德国人使用的是DAX指数。如果你喜欢先进的技术，可以选择纳斯达克指数。无论选择哪一种指数，都要对参照系熟悉。

选择一个合适的指数

技术股的崩溃可能会使你对纳斯达克指数产生恐惧感。2000年、2001年、2002年的纳斯达克指数一直处于低迷状态，引起全球股市长期处于熊市状态。纳斯达克指数处于低迷状态，所以就不能选它了吗？纳斯达克指数并不是不够完善的指数，事实上，它是一个构建完善的指数，只是涉及范围太窄，因此变动性很大。越是范围狭窄的指数，波动性越大——这是我们可以凭直觉得出的投资界真理。发生突变时，很少会出现其他因素来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抵消其波动性。从近期历史上看，倚重技术的纳斯达克指数已经改变了很多。但是不用担心，所有科学性强的指数虽然千变万化，但它们最终的收益率指标还是相差不多的。

投资者最关心的是指数路径的平滑程度。图4.4所表示的是不同的指数或者基准指数在一段时期内不同的运行路线。它们不是真实的指数，只是假设的各种不同类型的指数。

指数4是波动性最大的指数，它的波峰比一般指数高，波谷比一般指数低，可以当做纳斯达克指数。指数3最初有点落后，但在最后几年赶超其他指数，如过去30年中美国股市的发展状态。指数2可能是个国外指数，一开始状态不错，但在随后的15年里逐渐降低。理智的投资者可能喜欢平稳的指数1，最平缓的指数说明它涉及的股票种类范围非常广。目前，涉及面最广泛的指数是以全球为导向的摩根士丹利世界指数，它反映了所有发达国家的股市状况，而且历史十分悠久。摩根士丹利所有国家指数包括新兴市场（我仍然习惯称之为“发展中国家”）的指数。摩根士丹利所有国家指数的历史还非常短，不适合用于衡量历史数据，但是作为一个参考基准还是可以使用的。

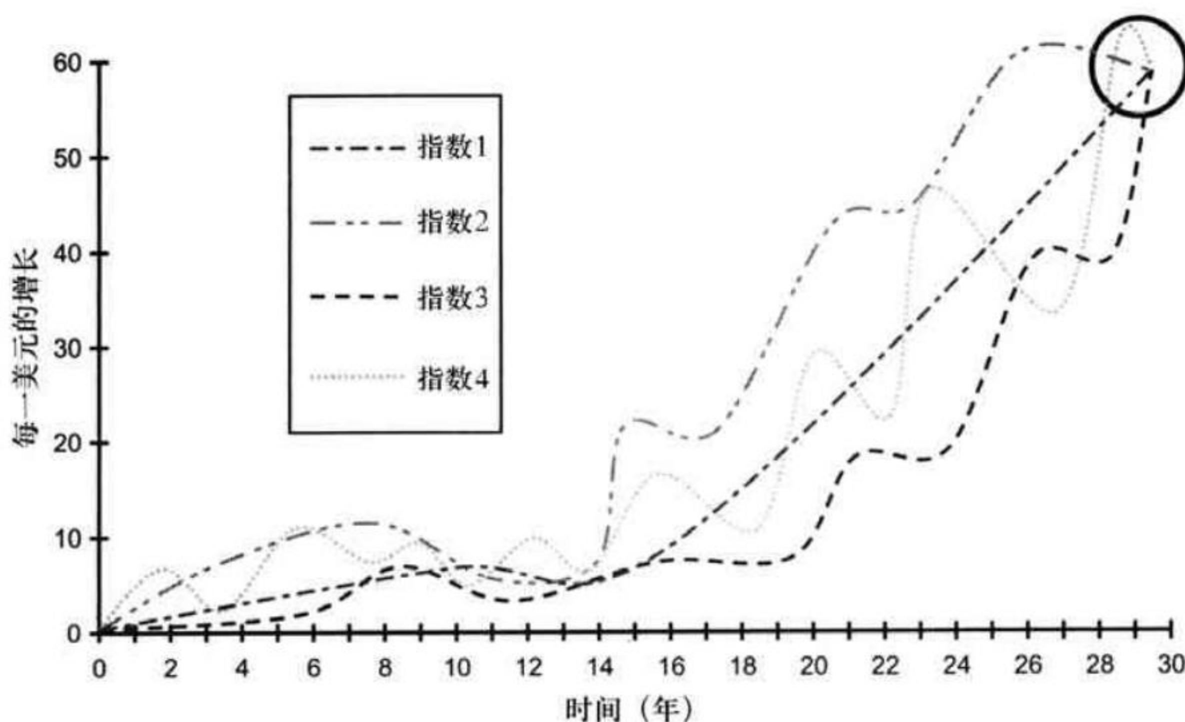


图4.4 假设的基准指数的运行路径

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险与收益

波动性极大的纳斯达克指数为什么在经历一段时间的波动以后，结果与标准·普尔500指数或者摩根士丹利所有国家指数ACWI一样呢？如果纳斯达克指数的波动性更大，那么能获得的收益也更高，是这样吗？

学过经济学的人都认为这是一个常识，宣称所有受过教育的人都应该承认常识的正确性，但是人们并不知道其中的道理。一种观点认为，如果要获得高收益，那么就要承担波动性带来的高风险，所以要打败市场就要选择波动性大的股票。这个观念是从股票市场、债券市场、货币市场中衍生出来的，但是对证券市场来说这个观点是错误的。历史是检验真相的依据，如果这条规律正确，那么技术股的长期收益一定会比稳定的指数的收益高，但是事实上并不是这样。

与变动性相关最大的因素是一个指数中每个成分之间的短期变化。变动性反映的是指数的局限性，即短期内所有股票发展的同一性如何。只要得知股票短期内的走向是否有同一性，就可以创造出变动性指数。在股票市场上，短期变动性与长期收益之间没有任何关系。只要经过科学计算得出的股市指数，在30年后都会出现同一个收益结果，而在同一结果出现之前，各种指数时而这个高时而那个高，没有规律。

图4.5显示的是风险很大的纳斯达克指数与其他各国指数之间的收益差额。图4.5a表示的是纳斯达克指数与英国《金融时报》指数（FTSE）的比较。横轴以上的折线表示纳斯达克指数占主导地位，横轴以下的折线表示FTSE占主导地位。可以看到峰值与波谷的出现都没有规律可循，差额巨大——40%，80%，甚至在20世纪70年代中期出现了−120%。20世纪80年代FTSE似乎屡次打败了纳斯达克指数，但是20世纪90年代末期形势又发生逆转。所以由于变动性的存在，股民不可能长期获得额外的收益。你一定能发现横轴与折线之间的阴影部分，1972～2005年，FTSE的年收益率是11.7%，风险极大的纳斯达克指数收益率是12.5%，我觉得这两种收益率很接近。也许你并不同意，认为纳斯达克指数之所以在收益上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

占优势正是因为它的变动性大。

图4.5b和4.5c，在与另外两个国外指数比较时，我们看到相同的结果。以欧洲的MSCI各国指数、远东指数（EAFE）和标准·普尔500指数为参照对象。EAFE的变动性比标准·普尔500指数大，年与年之间、与纳斯达克指数之间的差额有时十分巨大，所以说仍然不可能因为“风险大”而获得额外的收益。再来看阴影部分，EAFE的年收益率是12.8%，标准·普尔500指数的收益率是12.7%，与纳斯达克指数的12.5%十分接近。那么纳斯达克指数高波动性带来的额外收益又体现在什么地方呢?

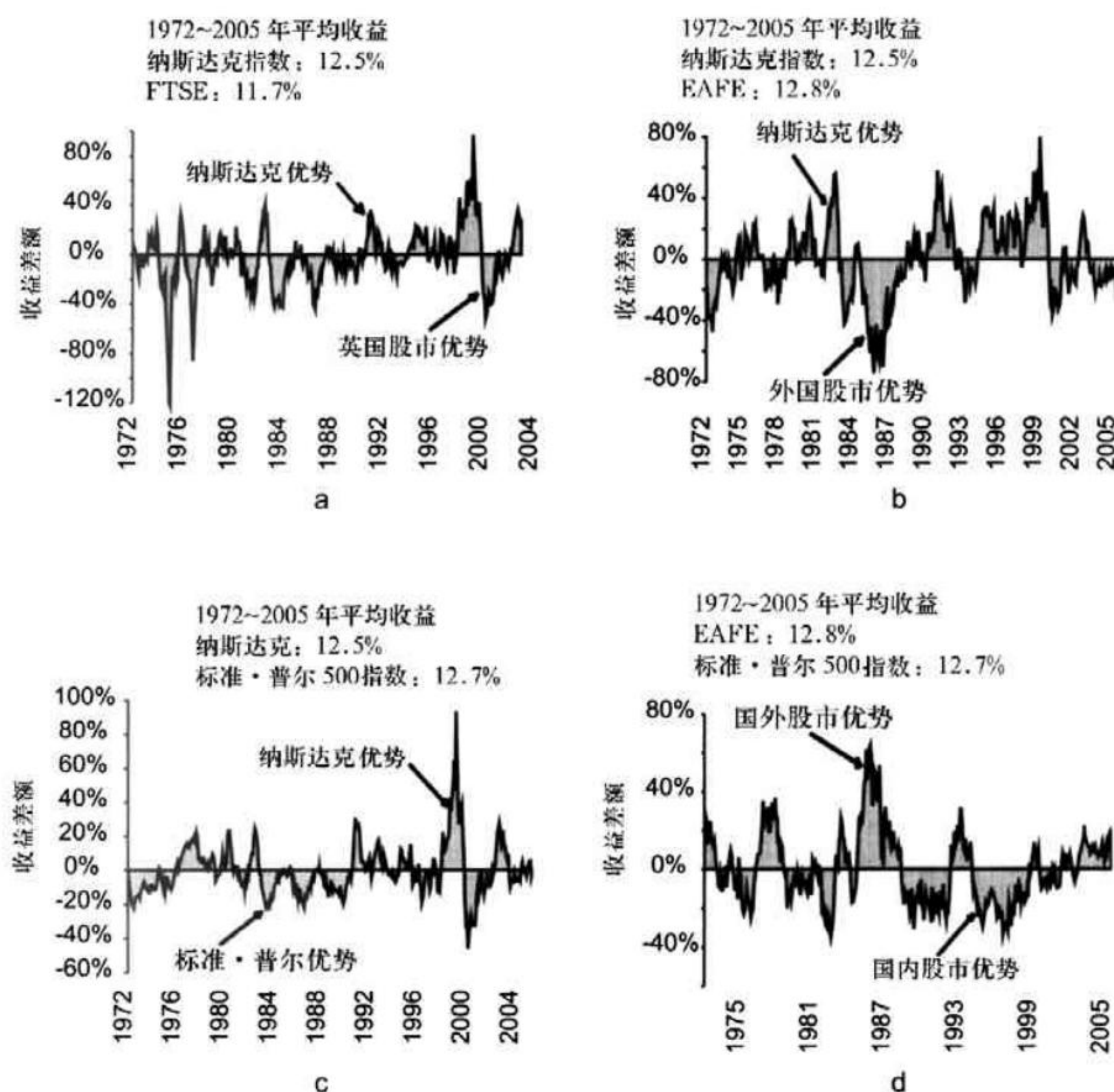


图4.5　每年收益差额
来源：汤姆森经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不能指望波动性大的指数能长期带来额外收益。图4.5d把EAFE与标准·普尔500指数做了对比，它们的长期平均收益是相同的，但是每年的收益都不一样，有时连续好几年一个领先一个落后，但是这种波动性对长期收益影响不大。最终人们还是都能获得一样的收益。

我们还是先从问题一出发，因为我们还没有质疑过“风险大、收益高”这个理论，还没有用历史数据验证它的正确性。很多投资者对股票的分类不正确——小型成长股、能源、技术、大型价值股、新兴股市，他们觉得这些股票之间有紧密的关系。这种认识是错误的，很少有人对这个观点进行科学分析，没有人发现这是一个完全可以被颠覆的理论。没有任何证据证明某类股票永远优越。

人们自觉或者不自觉地选择对证明自己的观点有利的数据，但是如果使用不同的数据，或者改变一下时间，整个理论就站不住脚了。例如，人们一直以为小型股比大型股有利可图，历史上有相关数据也证明这一点，1926年以来小型股平均收益超过大型股。只要使用一系列数据证明一下这个假设，就会发现它是错误的。除了四大熊市（小型股通常在这个时期表现良好）时期，即1932～1935年、1942～1945年、1974～1976年及2002～2004年这些时期，历史上其他时期大型股的年收益率比小型股高2%，小型股的优势只在少数几个时期显现出来。但是如果能正确判断出四大熊市低谷的出现时间，人们也不用依靠小型股来打败股市了。例如2002年至今小型股处于领先地位，而其他时期它落后与整个股市。

假设1945年时你35岁，刚从二战战场上返回家乡，开始进行股票投资，假设当时你知道小型股比一般大型股有潜力。1975年时你65岁，到了退休的年龄，看到整个时期大型股比小型股收益高，你花了这么多年的时间才弄明白事实与你预测的完全相反。或者1973年，25岁的你从越南战场返回，做了5年的心理咨询师，1978年30岁的你开始从事股票投资。接下来的20年中大型股的平均收益比小型股高（尽管最初5年，你做得很好，并且形成了一些固有的偏见）。为了等待形势发生逆转，花费1/4个世纪的时间实在是太长了。

时间可能会证明很多事情，尽管很多投资者自认为人生还很漫长，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是极少有人能在一件错误的事情上花费1/4个世纪的漫长时间。

如果一类股票比其他任何门类股票都优越，人们就会把自己的钱都投入到这类股票上，其他门类股票都被忽视了。但是股票价格是由市场供求关系决定的，没有哪种指数、股票永远是最佳的，你也不可能花上25年的时间等待X股再次成为主导市场的热门股。

放眼全球市场

你的投资范围越广，风险也就越小。没有哪个国家可以在市场上永远独占鳌头。表4.1显示了每年都在变化的国家影响力，如果投资不采取地域多样化的方式，那么机会成本就很高。你不能因为对环境不熟悉就畏缩退后，而应该为错失向国外投资的机会而懊悔。你的国家很可能成为下一个股市风险最大的国家，所以要小心才是。

如果你对国外个人股不感兴趣，可以通过低成本的指数基金或者贸易交换基金（ETF）来获得一些国外股市份额。EAFE各国指数反映了国外发达股市的情况，它作为一个价格较低的指数基金广受人们欢迎。我们应该使用类似的工具，减少股市风险，获得国外股份，以积极的态度投资。我不是共同基金或者指数基金的爱好者（在《福布斯》专栏文章中已经说过），它们通常价格昂贵，获得高净收益时享受的税利有限。不过，如果你与一帮聪明的家伙共事，他们会根据你的需要对投资组合进行调整。如果你并没有掌握任何别人未知的信息，最好按兵不动。

我不喜欢基金

我最想说的是：我憎恨基金。许多人大概与我有类似的感觉。

这几年来，我一直在鼓吹全球化，现在依然如此，但是全球基金和国外基金的价格都非常昂贵。

以净资产值出售的全球基金平均每年的手续费占资产总额的1.8%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些钱用于投资组合管理总开销。最高的软性资金开销包括贸易佣金、竞争率，这些钱流入基金经纪人手中。每年平均的软性资金开销占资产总额的0.3%。这种支出如同一种抢劫行为，但是它们是合法的。

接着，人们雇用专业人员或者服务机构指导自己应该选择哪个基金，因为基金种类太多，实在难以选择。这种服务每年大概要花费总投资的1%。这3种费用加起来，拥有全球股票投资组合每年要花费总投资的3%。你要保持清醒的头脑，如果股市长期收益率是10%，通货膨胀率是3%，那么实际收益率是7%。每年3%的费用扣除了小半收益，冒着股市的风险获得的却是债券似的收益，真是傻瓜的游戏。

每个人都了解一般的共同基金不能与市场保持一致，但是人们不知道为什么会这样。这与股票的选择无关，这是结构问题。

小公司对基金过分倚重，大公司不太重视基金，这有很多原因，但是最主要的原因，是拥有像通用电器或者埃克森·美孚这种大型股的投资组合经纪人很难理解资金管理费用高昂的原因。

投资组合中有一种术语，叫加权平均市场资本化。基金的80%投资于资产为100亿美元的股票上，20%投资于资产为1000亿美元的股票上，那么加权股市资本为280亿美元。标准·普尔500指数中，对指数基金的计算值却是1100亿美元，而美国平均股市基金只有240亿美元。

活跃的基金要进入接近1100亿美元的加权市场资本是很困难的，目前全球只有15家公司达到这种水平。

所以我不喜欢基金，交易活跃的基金会花费你额外的资金。标准·普尔500指数基金一定会追踪该指数的动向，但是我也不喜欢这种基金，为什么呢？因为税收！基金的税收只能造成资金的损失。

基金爱好者充分利用了指数基金的税收率。也就是说，他们没有把课税的资本收益挤出一部分给可怜的股东。但是在这个游戏中，总体上来说他们是成功的，因为10年中他们吸收了不少新资金。当基金赎回期到来时，人们就必须从指数基金中卖出股市中的低价股份，这就难免要赋税。即使高税率基金也无法避免资本流失。

任何一个拥有超过35万美元资产的人，做任何投资都比买基金强。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 4.1 影响市场的主导力量的转变（地区下面的百分比省略）

	1	2	3	4	5
1990	英国 10.3%	香港 9.2%	澳大利亚 6.3%	挪威 0.6%	丹麦 −0.9%
1991	香港 49.5%	澳大利亚 33.6%	美国 30.1%	新加坡 25.0%	新西兰 18.3%
1992	香港 32.3%	瑞士 17.2%	美国 6.4%	新加坡 6.3%	法国 2.8%
1993	香港 116.7%	芬兰 82.7%	新加坡 68.0%	新西兰 67.7%	瑞士 45.8%
1994	芬兰 52.2%	挪威 23.6%	日本 21.4%	瑞典 18.3%	爱尔兰 14.5%
1995	瑞士 44.1%	美国 37.1%	瑞典 33.4%	西班牙 29.8%	尼德兰 27.7%
1996	西班牙 40.1 %	瑞典 37.2%	葡萄牙 35.7%	芬兰 33.9%	香港 33.1%
1997	葡萄牙 46.7%	瑞士 44.2%	意大利 35.5%	丹麦 34.5%	美国 33.4%
1998	芬兰 121.6%	比利时 67.7%	意大利 52.5%	西班牙 49.9%	法国 41.5%
1999	芬兰 152.6%	新加坡 99.4%	瑞典 79.7%	日本 61.5%	香港 59.5%
2000	瑞士 5.9%	加拿大 5.3%	丹麦 3.4%	挪威 −0.9%	意大利 −1.3%
2001	新西兰 8.4%	澳大利亚 1.7%	爱尔兰 −2.8%	澳大利亚 −5.6%	比利时 −10.9%
2002	新西兰 24.2%	澳大利亚 16.5%	澳大利亚 −1.3%	挪威 −7.3%	意大利 −7.3%
2003	希腊 69.5%	瑞典 64.5%	德国 63.8%	西班牙 58.5%	澳大利亚 57.0%
2004	澳大利亚 71.5%	挪威 53.3%	希腊 46.1%	比利时 43.5%	爱尔兰 43.1%
2005	加拿大 28.3%	日本 25.5%	澳大利亚 24.6%	丹麦 24.5%	挪威 24.3%

来源：汤姆森经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你要走共同基金路线，一定要购买国外基金或者精选组合基金。多数基金手续费很昂贵，把投资组合全球化当然很明智，但是不能让手续费占去大部分的利润。

你不必对国外投资产生恐惧，很多国外的股票可以直接用美元购买。

永远不要提道·琼斯指数

我一直强调基准指数应该是一个构建完善的指数，道·琼斯平均工业指数是一个结构有很大漏洞的指数，常常被人们虔诚地称作“道氏”。人们总是把道氏与健康市场相提并论，投资者总认为道·琼斯指数是可靠的市场指向标，但事实上，道·琼斯指数的设置结构存在很多漏洞，委婉点说，它不能当基准指数用。几十年来，我关注着“道氏”，但我不能估计道·琼斯指数真实的水准。我曾这样断言：如果以后放弃对道·琼斯指数的依赖，依靠自己的理性思维，那么我对市场的认识将更加准确。提起“道氏”时，你应当认为它是一家出版社的名字、一家化学公司的名字或者是亚洲的道教哲学，而不应当认为它是道·琼斯工业平均指数。

道·琼斯指数只包含了30家美国最大的股票公司。那些股票公司是道·琼斯任意挑选的，有些已经被接收，有些已经退出，有些退出的股票公司由道·琼斯委员会代为接管。道·琼斯指数之所以在大众中保持着一定的地位，是由于人们情感和文化方面的因素——也就是让各种股市神话继续了数十年的原因。道·琼斯指数最大的不足在于过分倚重价格。你不用注意过分倚重价格的指数，也不要注意任何侧重股票价格的指数。

2006年中期，3M公司对道·琼斯指数的潜在影响力比任何其他公司的影响力都大，但3M公司在美国大公司排行中位于第80位。为什么美国排名第80的公司对道·琼斯指数的影响力比美国最大的公司的影响力还要大呢？这是道·琼斯指数注重价格的结果，美国排名第16的IBM公司，规模比3M公司大得多，对道·琼斯指数的影响力却比3M小。

倚重价格的指数存在很大问题，一旦一支股票分股，那么它在指数中的比重也就发生了变化。指数总体水平没有受影响，但是被分股的股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响力减小了。你不愿意相信——很多人都不愿意，但是这是真的。如果某支股票发生了罕见的反向分割，即缩股（例如之前你拥有两支股票，但是如今拥有一个股份），指数中该股票的比重就增为原来的两倍。股票的分股和缩股只是一种改头换面的变动，对一个公司的市场资本化、红利、净资产以及其他形式的真正经济体都没有影响。然而，股票的分股与缩股对这种指数却有很大的影响。除非你能预测出股票的分股，否则无法预测倚重价格的指数在一两年内的走向，即使你能准确预测指数中每单支股票的走势也无济于事。道·琼斯指数上涨10%或者下跌10%，与股票的分割与缩股有很大的关系，它可能会表现出上涨20%或者下跌20%，而不仅仅是上涨11%。

道·琼斯指数的结构与经济事实有偏差，主要由于股票的分股（股市中频繁发生的现象）。年复一年，股票分股引起了道·琼斯指数不确定的变化。

股票的分股影响道·琼斯指数，换一种说法，如果价格高的股票收益率比价格低的股票收益率高，那么道·琼斯指数的计算结果就比实际的经济收益要高。反之亦然。

道·琼斯公司使用有一个叫“除数”的东西来调节股票分股带来的指数偏差。当道·琼斯指数中的一支股票分股时，道·琼斯公司开始使用“除数”。这种“除数”的作用是使道·琼斯指数在改变前与改变后看上去保持一致，也就是改变除数，这样股票分股就不会给总体指数带来影响。这个除数是个变数，在我写这本书的时候，除数是0.125，因为伯克夏哈撒韦公司（最近每股价格超过9万美元）不在道·琼斯指数的考察范围之内。伯克夏哈撒韦公司没有什么错，但是它每股9万美元的股票价格就有问题了，如果它在道·琼斯指数的考察范围之内，那么它的影响力将大大超过其他股票，道·琼斯指数反应的情况与事实有严重的区别，道·琼斯指数未来的走向几乎只能根据伯克夏哈撒韦公司的情况来定，而其他股票不足一提。伯克夏哈撒韦公司的影响力达9万，而其他股票的影响力合起来也只有几千，所以这明显不公正。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只含两支股票的指数

下面我们用一个很简单的例子说明偏重价格指数的不合理性，以及避免使用道 · 琼斯指数的原因。假定某指数只包含两支股票—— ABC 和 XYZ两支股票，每支股票的价格都是100美元。两支股票所占的市场份额是一样的，公司的情况也是一样的。唯一不同的是名字：ABC 和 XYZ。我们把两支股票的价格加起来，总数除以2，得到 100 美元。所以这个指数的初始值为 100。

某个星期一，ABC 价格上涨10%，达到110美元，XYZ 下跌10%，只有90美元。110 加上90是200，除以2（原始除数），仍然是100美元，因为一个上涨10%和另一个下跌10%刚好抵消。下个星期一，两支股票的价格又恢复到最初的价格，都是100美元，指数应该仍然是100。但是实际显示的却不是这样！

星期二，每支股票都以100美元的价格交易，但是 ABC 公司宣布股票分股率为 100：1。多数的股票分股率为2：1或者3：1，为了让这个例子更能说明问题，所以我们采用了极端的数据。ABC 现在以1美元的价格交易，但是公司的总价值没有变，股东持有的股票也没有变。如果原来股东持有 ABC 公司的股票100股，每股100美元；现在持有1万股，每股1美元——持有的都是ABC公司价值1万美元的股份。ABC 卖1美元，而 XYZ 仍然卖100美元。把这两个股票价格相加，得到101美元，除以2得到 50.5 美元。但是这么计算是不正确的。

我们知道指数仍然应该是100，因为除了股票分股，其他都没有改变。那么就要靠调整除数来做到这点！你或许会问："应该用什么数字来除101才会得到100呢？"太简单了，答案是1.01。我们把新的除数定为1.01，几乎是股票分股前除数的一半，指数仍然保持 100 不变。

星期三，ABC 又上涨了10%，XYZ 下跌了10%，但是现在指数不再是分股前的数字了，它将发生重大变化。ABC现在的价格是1.01美元，XYZ 的价格是90美元，加起来是91.1美元。除以除数1.01，得到的指数值是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90.02美元。指数毫无理由地几乎下跌了10%，只不过两支一模一样的股票交换了上涨和下跌的百分比而已。怎么会这样呢？尽管创造了这个指数之后，公司的经济收益变化不大，但是指数自身却发生了重大变化。如果公司的情况一样，它们对指数的影响也应该相同，但在以价格为导向的指数中这是不可能的，即使对神圣的道 · 琼斯工业指数而言也是如此。

所以，每年只要分股的股票收益比其他股票收益低，指数值就比各支股票的平均收益高；如果分股的股票比其他股票收益高，那么指数值就比各支股票的平均收益低。

我感到十分惊讶，为什么那么多专家专注于技术活，却很少有专家去学习构建完善的指数。几乎没有人关心过这个问题。我向那些有意愿自学构建指数的人推荐阅读由弗兰克 · 瑞利写的《投资分析与管理》（1996年由德莱顿出版社出版）一书的第五章内容。弗兰克 · 瑞利是我最欣赏的学者之一。在www.ABEBooks.com网站上，你可以找到弗兰克写的书。

构建完善的指数要关注市场资本占有率，公司资本越大在指数中的影响越大。埃克森 · 美孚的市场资本超过3700亿美元，3M公司的资本为600亿美元，所以埃克森 · 美孚在标准 · 普尔500指数和所有国家自由指数中的影响力比3M公司大。这样才对，没有人会说大公司不应该在指数中拥有更大的影响力。

不要企图实现利益最大化

你应当选择以倚重市场资本的指数为基准指数。这项特殊的资本市场技术——全球基准指数，不是用来预测收益，而是为了使你的投资策略行驶在正常的轨道上，让你作全球性的思考。

即使选择了一个合适的基准指数，还是有投资者因为不恰当地扩大收益而导致最终失败。他们希望每年都能赚钱，却忘了基准指数只是一个控制风险的工具。他们只关心绝对收益，忽略了相对收益与绝对收益之间的差别。所以，他们完全把风险这回事抛之脑后。

相对收益应当以你选择的基准指数收益作为参照系。比如，某一年你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合的收益为5%，可能你觉得这个数字小得可怜，但如果此时你的基准指数下跌了15%，那么你胜出了20%——任何人都会认为这个数字很可观。同样，如果投资组合的年收益率达到15%，你一定十分开心，但是如果此时基准指数的年收益率达到30%，那么你就落后了15%。一个上涨5%，另一个落后15%，你还是会因为下跌了10%而灰心。

投资者所关注的应该是相对收益而不是绝对收益。为什么？因为如果你的股票收益率能长期比整个市场股票收益率优越一点点，那么你就比大多数投资者占优势。更重要的是，你成为善于使用基准指数的人。如果一年内你的基准指数上涨了20%，只要你获得的股票收益率比它多一点点，比如23%或者25%，这一年对你来说是值得庆贺的一年。如果基准指数上涨20%，而你的股票收益率是40%，那你一定会高兴疯了，觉得自己是个天才。如果你下了大赌注，那么如果你决策错误时，就会损失惨重。如果今年基准指数上涨了20%，而你的股票业绩平平，你再也不会觉得自己聪明。

如果你本来只是希望股票收益率尽量不比基准指数低于5%，结果却比它高了30%，那么你可以愉快地跟幸运之神跳支舞，但是不要希望类似的喜剧会重演。你承担了很大的风险才得到这个结果，应该找出原因所在，否则下一次惨败的人可能就是你。为了使收益最大化，结果导致损失最大化，没有人愿意看到这样的结果。

一般情况下，如果基准指数下跌了，你的股票也会下跌的。如果基准指数下跌了10%，而你的股票只下跌了5%，你的股票业绩已经不错了。如果你能通过运用别人不知道的信息并且每年都能获得比一般人高出2%的股票收益，那么长期下来，你就能战胜95%的投资者。这是一个多么令人振奋的结果！请你现在开始关注相对收益，而不是绝对收益，合理地管理风险，不要企图实现利益最大化。

最大的风险

从长期看，作为一个投资者，要面临的最大风险是基准风险。基准风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险指的是你的投资目标与基准指数的偏离程度。假如你要实现长期投资目标，不要以为持有各种现金和债券就很安全，其实你正在承担着巨大的风险。对于不仅仅只想获得债券收益的人来说，把钱放在银行和用于购买债券要承担很大的风险，而且这种做法是很愚蠢的。

为了维持退休后的生活，你每年承担8%的风险，却只得到4%或者5%的收益，因为在存款和债券上你投入了太多资金。如果是长期存款，可以应付短期的变动——这很正常也很自然。但是二三十年后你可能无法承受生活品质减半的困扰，因为冒了太大的基准风险，长期收益率会很低。真正出色的投资者，可以无视正常的股市浮动。

有人错误地认为存款和债券是“安全的”，却没有意识到自己正承担着巨大的风险。如果想获得股票那样的收益，你的投资目标就不能偏离股市基准指数太远。

基准风险不只是仅存在于股票和债券中，一旦你开始倚重基准指数中的某一类股票，基准风险就产生了。近几年技术股泡沫破灭，造成很多投资者家破人亡，如果1999年时技术股在你的基准指数中占30%，并且你在技术股上的投资占了投资组合的50%~60%，或者80%、90%，这时就冒了非常大的风险。由于严重的不平衡，技术股价值剧烈下跌时，你的整个投资组合就受到冲击。这种案例发生过很多次，很多人即使没有遭受过这种损失，也知道其危害有多大。为什么会这样呢？

基准风险控制失败导致整体风险控制失败。在人们着重关注基准风险的时候，其他风险例如技术股风险会疯狂地增长，它们不在人们的预测范围之内。实际上，我们必须看到这点。

技术股的暴跌促使投资者竭力寻找可以责备的人，像波尼·埃伯这样贪婪的首席执行官们，动机不纯的永安会计事务所，行为不轨的投资银行，布什－切尼－哈里伯顿政治轴心，大量生产运动型多用途车等的SuVs公司等都很容易成为人们的埋怨对象。但是导致这种现象产生的真正原因是许多投资者过度自信，把大量的资金投入到自认为热门的股票中，这么做只有失败。

过度自信也可能产生相反的结果。1995年，所有的股民都说不会买技

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术股，因为他们不了解行情。此后的五年里，技术股发展迅猛，没有买技术股的人损失严重。世界上有很多人都会说“我不会去买那些股票”，这如同说：我不懂女人，所以我不会跟女人结婚。但是只要稍微一想就知道这种说法是不对的，为此人们会承担巨大的基准风险，人生中很多机会就这样失去了。

另一方面，事后偏见的投资者过分看中技术股，但在2002年底技术股严重下跌，他们损失巨大，再也不想经历一次这样的灾难。他们对技术股的态度从当初的热情洋溢变得深恶痛绝，并开始大力肃清投资组合中的这类讨厌的股票，实际上他们又开始冒基准风险了。这些投资者错过了2003年底49%的收益，他们又一次蒙受了巨大损失。

过度投资或者坚决不投资某个类型的股票的股民没有运用过问题三。他们遭受了过度自信（当然还有其他错误）带来的不幸，他们从来没意识到自己所作的决策是错误的。2000年，我在技术股上做了小部分的投资，尽管我知道技术股崩溃的原因。我准备有所行动，但是不想做得太极端，因为我知道自己的预测有可能错误。如果作出重大的投资决定，而且这个投资决定又是错误的，那么再也不可能获得原来基准指数可能带给你的利益。2000年在技术股上过度投资的股民为此付出了代价；2003年躲在大石头后面不敢出来投资的股民也错了，外面的股市正红红火火，因为他们忽视了基准指数，不做任何投资，这同样是不对的，所以最后还是落后于股市。弥补损失的方法很简单，那就跟着基准指数走。如果你觉得自己掌握了别人不知道的信息，那就不妨大胆投资，但不要走极端，因为你经常出错。

可能你会问，如何才能紧跟基准指数，怎么才能知道基准指数的走向？所有重要的股票指数都有网站（例如www.standardandpoors.com和www.mscibarra.com），网站上的指数根据股票类别的不同、重要性的不同分成很多类。你甚至可以找到指数的价格收益比，为你选择价值股或增长股提供参考。你可以从这些信息上挖掘获得别人不知道的东西，在有把握的时候赌上一把，没把握的时候静观其变，与基准指数保持一致。基准指数对长期投资者来说是一幅精确的路线图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能打败股市

战胜股市并不是偶然的运气使然。有一部分专家或者学者，他们企图使人们相信新奇事物是很难发掘的，市场是无规律可循的；他们企图让大家相信比尔·米勒、比尔·戈勒斯、彼得·林奇是幸运儿。这些都是无稽之谈！他们有共同点，那就是他们知道别人不知道的信息。如果你能运用“三个问题”，掌握别人不知道的信息，那么你就可以战胜股市了。怎么做呢？仔细衡量基准风险，如果决策正确你就能在股市中胜人一筹，如果决策错误也不至于损失过于惨重。你不一定确保每个决策都是正确的，只要比一般人的正确率高就可以了——做任何一件事情，都不能走极端。

记住第三章中学到的一点——如果你掌握了有关某个种类的股票较多的信息，并且你对这类股票的了解程度占你对基准指数了解程度的10%，你只能考虑把投资份额增加到总投资资产的13%或者15%。如果通过三个问题的运用，你确信自己掌握了独一无二的信息，那么就可以增加投资份额。投资者每年都面临很多潜在的选择——每一个选择都是机会。把资金更多地投到国外还是放在美国？侧重价值股还是成长股？偏爱小型股还是大型股？是能源、材料、电信业还是公共事业？我们的决定还受时间、种类、数量、比率等因素的影响。进行每一个种类的股票投资不必都具备专业知识，如果你不知道如何分析电信类股票的走势，不能根据独有的信息作出决定，那就根据基准指数作出决定。在基准指数中，如果电信类占8%，那么你可以把投资组合中8%的资金投入电信类股票，或者在不同的电信股上再投入2%或者3%的资金，多样化是不错的选择。

从长期来看，只要你作出正确决策的次数比作出错误决策的次数多，你就会发现自己已经打败了股市。如沃伦·巴菲特所说的：这是一个守株待兔的游戏，只有遇到一个撞上来的兔子，你才知道它是什么。

如果使用基准指数控制风险，那么战胜股市比很多人想象的要简单，只是这不能在短时间内看出成效，一两年看不出，三四年也看不出，但是经历一段更长的时期后，基准指数一般会引领你走在市场的最前沿。过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我经常落后于股市，落后数年，因为我的决策是错误的。但是我还能控制基准风险，不至于与股市的差距太大，即使熊市出现，我还是可以弥补我的失误。很多人包括一些专家失败的原因主要有两点：一是他们的投资决策不是基于自己获得的独家信息；二是没有使用基准指数来控制风险，任由大脑中的固有思维自由驰骋。

一些股民使用了基准指数，而且每年都仔细研究标准·普尔500指数，但是这些人往往专注于收益最大化，他们不是利用基准指数来管理自己的投资，而是用基准指数来衡量自己盈利的多少。即使关注相对收益的投资者对基准指数的使用也有可能不正确。比较一下他们的投资组合策略与基准指数中的股票类别分布，就会发现他们在自己喜欢的股票类别上的投资额远远超过他们在不熟悉的股票类别上的投资额。这就是为什么说用合适的全球基准指数控制风险是理想的股市战略技术，即使有再多的人使用全球基准指数，它仍然有效。

新兴股市与 GDP 奇迹

近几年来，随着全球投资的兴起，报刊杂志上出现最多、最新的词语是“新兴股市”。提起“新兴股市”，人们会有两种反应：一种是对未知世界产生恐惧；一种认为新兴股市会带来无尽的财富。在新兴股市中，有一大批人怀着避免受挫、增加成就感的心态。中国股市在2000年上涨了136%，2001年上涨了92%，于是投资者十分关注中国股市。随后，中国股市开始下跌，2002年下跌34%，2003年下跌8%，2004年下跌28%，2005年又下跌18%。

新兴的股市看上去充满风险，所有的股市上涨一定伴随着巨大的风险。但是如果你对新兴股市的投资感兴趣，只要使用基准指数，就可以付诸行动，但是要时刻关注基准指数。在写这本书的时候，新兴股市大概占全球股市的8%。表4.2列出了摩根士丹利所有国家指数包含的各个国家名称及其所占的股市份额。

发展中国家占的比重很小，对世界股市的影响也很小。有的人可能会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说在中国、印度、波兰这些国家投资风险很大，这些人的观点是错误的。正如你不能用你资金总额的60%买技术股一样，也不能过分侧重某个国家的股市，无论是发达市场还是新兴股市。坦白地说，如果你的投资组合中有小部分新兴国家的投资，那么你面临的风险比没有新兴股市投资的人小，因为拥有国外的小额股份意味着你向全球股市更靠近了一步。如果你真的很看中中国股市，保持少量的投资即可，因为中国股市总市值在全世界股市总市值中占的比重不到1%，所以你把投资组合中2%的资金分到中国股市是很合理的——多1%不会遭受巨大的损失。另外，如果你觉得英国股市将出现牛市，你也不能对它投资过多。

表 4.2 摩根士丹利所有国家指数显示的各国股市的比重

国家	比重	国家	比重
美国	46.67%	丹麦	0.32%
日本	10.81%	希腊	0.29%
英国	10.65%	奥地利	0.24%
法国	4.34%	以色列	0.20%
加拿大	3.57%	葡萄牙	0.14%
德国	3.07%	波兰	0.12%
瑞士	3.01%	智利	0.12%
澳大利亚	2.33%	土耳其	0.11%
西班牙	1.68%	匈牙利	0.08%
意大利	1.67%	新西兰	0.06%
尼德兰	1.45%	捷克共和国	0.06%
韩国	1.32%	阿根廷	0.06%
瑞典	1.04%	埃及	0.05%
台湾	1.01%	秘鲁	0.03%
香港	0.73%	哥伦比亚	0.02%
中国	0.69%	摩洛哥	0.02%
南非	0.66%	巴基斯坦	0.02%
芬兰	0.65%	约旦	0.01%
俄国	0.64%	委内瑞拉	0.01%
比利时	0.51%	巴西	0.00%
印度	0.45%	印度尼西亚	0.00%
挪威	0.38%	马来西亚	0.00%
新加坡	0.37%	墨西哥	0.00%
爱尔兰	0.35%	泰国	0.00%

来源：摩根士丹利资本国际，2006年6月30日发布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果不使用全球基准指数，但仍然想获得新兴股市的份额，该怎么办呢？你可以承担小小的风险，买进基准指数不包括的公司的股票。例如，你很难在股市指数中找到房地产这个门类的股票，你不妨持有适量的房地产股份，但你仍然要确保控制自己的过度自信，不要过多投资。这时，基准指数依旧可以帮助你看清是否存在风险。你选择基准指数总是有理由的。(在第九章中我会详尽介绍如何选择适当的基准指数。)当你偏离基准指数的时候，就意味着开始承担风险。

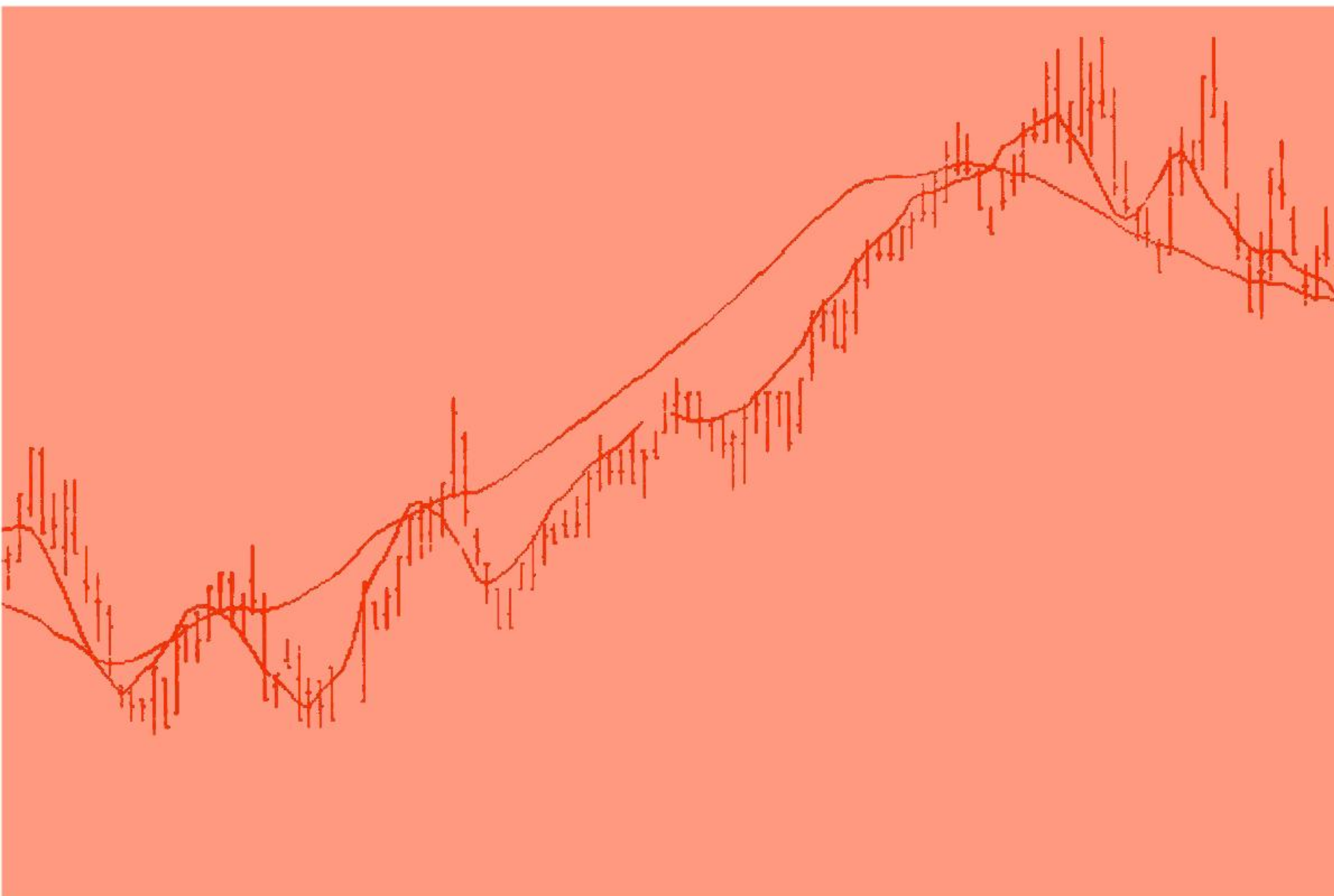
投资者在国外投资上最容易犯的错误是：认为GDP增长的国家的股市一定会带来高额的收益——对发展中国家与新兴的股市他们都怀着这种想法。以这种逻辑推理，GDP曲线平缓的或者下降的国家，股市收益一定不好。这就是很多投资者对中国股市感兴趣的原因，但是这个理论很容易就被第一个问题颠覆。2003～2005年，中国经济高速发展，GDP大幅增长，但是2003～2005年中国的股市却低迷不振，比世界其他地区都差。可见，经济大增长有时能促使股市的振兴，有时却不能。价格是由市场供求关系确定的，与GDP的关系不大。

GDP的增长对一个国家资本市场的发展来说并不是决定性的因素(我们将在第七章探讨这个问题)。中国的GDP一直在增长——情况怎么样呢？德国的GDP在2003年、2004年、2005年分别增长了0.9%、2.4%、1.4%，非常平稳，从各方面都显得落后于美国强劲的经济发展形势。但是德国股市在那些年的回报率分别是38%、8%、28%。日本2005年的GDP增长了1.3%，与中国较高的经济增长速度不能相比，但是2005年日本的股市收益率却非常高，约为45%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五章

5 绝境逢生



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约翰·霍普金斯大学的故事

我的祖父和格特鲁德·斯坦因

本章继续讲述问题一的实际运用案例。在开始讲述这些案例前，先说说我个人的事情。在我小的时候，我的祖父对我来说犹如父亲一般非常重要。在我出生前，外祖父已经去世，在我开始懂事时，祖父是我的偶像，而我是他最疼爱的孩子。我们一直相处得很好，直到我8岁那年祖父去世。如今在我的卧室里的桌子上还放着祖父的相片，他在我眼里是个英雄，我曾经希望自己成为一名像祖父那样的医学家，因为他是我的偶像。直到有一天，我发现自己一点也不喜欢医学，我才知道自己并不适合从事医生这个职业。我非常尊敬医生，但是我并不想成为医生。

但是祖父非常了不起。祖父名叫亚瑟·L·费舍，在约翰·霍普金斯大学医学院三年级时毕业，1900年成为医学博士。他在其他人完成学业之前就已经从约翰·霍普金斯大学毕业了。他是一位开拓者，喜欢另辟蹊径，就像辍学的比尔·盖茨开创微软一样。但是毕竟在比尔·盖茨创办微软之前电脑和软件已经出现了，他只是以新的视角改变了以前的电脑和软件，而在西医界，约翰·霍普金斯改变了一切。

确切地说，约翰·霍普金斯大学是美国第一所现代医科大学，它对美国的医学教育做出了巨大的创新性贡献，奠定了美国现代医学教育的基础。例如，它提出了增设现在我们称之为医学预科生班的要求。（我祖父的大学学位是美国加州伯克利大学的化学学士。）约翰·霍普金斯最早提出重视实习教育的观念，认为真正的医生应当为实习生提供实践指导经验。在这之前，很多医生没有实践经验却可以拿到医生执业证书。

而且，约翰·霍普金斯大学从一年级开始就招收女生，这在当时十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罕见。在随后的几十年里，约翰·霍普金斯大学奠定了美国现代医学的基础，在这之前，想成为医生的美国人必须到欧洲求学才可能成为优秀的医生。即使这样，去欧洲求学这个惯例在美国仍然持续了一段时间，我的祖父获得博士学位后又到欧洲学习整形专业知识（那个时候，还没有专业之分）。约翰·霍普金斯大学是美国最早把医学科学与医学技术相结合起来的学校。

有很多医学机构和成果即使不能算是约翰·霍普金斯大学创造的，也与它有着深厚的渊源。例如以医学著称的洛克菲勒大学，1901年起作为洛克菲勒医学研究机构，它在洛克菲勒的赞助下孕育而成，但它最初是由约翰·霍普金斯大学教授威廉姆·韦尔奇在巴尔的摩市建立的。洛克菲勒也知道，没有人比威廉姆·韦尔奇更适合这个工作。1900～1902年，我的祖父读完博士后，在威廉姆·韦尔奇教授手下做洛克菲勒医学研究机构的前期准备工作，该机构由洛克菲勒出资，由威廉姆·韦尔奇主管。祖父的学习也是由洛克菲勒资助的，我至今还保存着威廉姆·韦尔奇亲笔写给祖父的信件，我视若珍宝。祖父可能是第一个获得由洛克菲勒资助的医学奖学金的学生。在约翰·霍普金斯大学古老的图书馆内，还留有当年祖父手写的医学研究原稿。约翰·霍普金斯大学是美国20世纪初期的医学研究中心。20世纪50年代我对祖父崇拜得五体投地时，还不知道他竟然是美国医学转型期一位重要的先驱。而我现在卷入的则是当代资本市场转型的时期。长期以来，我一直认为约翰·霍普金斯大学是把科学与技术完美结合的典范，当时全世界很少有人认为这是一种可行的方法。

你一定在想，为什么我要讲这些？和我祖父一起上学的被约翰·霍普金斯大学首批录取的女生中，有一位中途辍学，后来对世界文学产生过一定影响的女生——格特鲁德·斯坦因。她跟我祖父一样，年轻时学习自然科学，她是德国犹太人后裔。（我祖父的家族来自德国巴伐利亚——利末·斯特劳斯的故乡。事实上，我的曾祖父，菲利浦·费舍是斯特劳斯的主要财务师，直到1906年退休。）跟祖父一样，格特鲁德·斯坦因在美国出生，在加利福尼亚的奥克兰长大。当时，美国的德国犹太人都生活在自己种族的小团体中。格特鲁德·斯坦因比祖父低一届，两人都来自海湾地区，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

女生极少的学校里，他们很自然地认识了，并且开始来往。

从格特鲁德·斯坦因身上，我们可以学到一些人生经验。我第一次听说斯坦因女士时，还不知道祖父已认识她并曾与她一起上学。我只听说过她说的那句名言："当无路可走的时候，才有路！"这可能是她的最有名的一句话。从 1902 年开始，她想尽一切办法把自己与身边的奥克兰同龄人隔绝开来。当然并不是无路可走，但是她指出的"无路可走"是投资三问中问题一的文学表现形式。是有路可走的时候有路，还是无路可走的时候才有路呢？任何事情都可以用这个问题来检测一遍，格特鲁德·斯坦因的问题时刻都在提醒着你。这是我得出的投资学格特鲁德·斯坦因结论。

很多人可能不知道格特鲁德·斯坦因有一个十分富有的父亲，她在约翰·霍普金斯大学的一切费用以及后来从事文学所需要的生活费，都是由她的父亲资助的。当她的父亲去世后，她十分绝望。幸好，她有个疼爱她的哥哥，名叫米歇尔。米歇尔是一个出色的投资家，对她的妹妹非常好——格特鲁德·斯坦因从事的是没有经济收入的工作，生活费全由米歇尔提供。直到晚年，格特鲁德·斯坦因的作品开始受到世人的关注后，她才逐渐有了自己的收入。她最著名的作品是《爱丽丝·托克拉斯自传》。我试图从格特鲁德·斯坦因身上找到十个可供投资者学习的经验，但是我只能找到六个。

从格特鲁德·斯坦因身上学到的六个投资经验

第六个最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

如果在年轻时，你有个有钱的父亲，继承一笔丰厚的遗产，那么你伟大的事业可以就此开始了。格特鲁德·斯坦因就是这样开始她的事业的。或者嫁个有钱的丈夫也不错。如果你已经具备了这些条件，就不要继续看这本书了。

第五个最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

如果你的兄弟姐妹中，有一个像格特鲁德·斯坦因的哥哥米歇尔那样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功的投资者，无论你做了多么傻的事，他都能帮你负担一切，那么你也不需要看这本书了。你看到这里已经浪费了很多时间了。

第四个最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

格特鲁德·斯坦因能从我所说的问题三中得到一点好处，那就是不要被自己的大脑误导，做出愚蠢的行为。当世界发生最重要变革时，她从约翰·霍普金斯大学辍学了，她再也不可能了解甚至看到如此重要的转变过程。创建约翰·霍普金斯大学的人比 19 世纪初格特鲁德·斯坦因的巴黎贵族好友出色得多，但是格特鲁德·斯坦因对自己的生活很不满意。很多投资者也像格特鲁德·斯坦因一样，因为他们不会使用问题三。约翰·霍普金斯大学的伟人们拯救生命，改革医学，改变了现代人的生活，所有这些都比格特鲁德·斯坦因的朋友们所从事的事业伟大。（她的好友海明威除外。我曾一度认为海明威是个优秀的人物，但是他最后酗酒过度，自杀身亡就不怎么值得赞赏了。）

第三个最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

如果你从事某件事情，就应该坚持到底，不要中途放弃。在必须上课的时候，不要逃学。只有比尔·盖茨、米歇尔·戴尔这样的人物才可以潇洒地放弃学业，但你不是他们，否则也不会来买这本书了。如果当初格特鲁德·斯坦因在约翰·霍普金斯大学学习直至毕业，那么她就懂得了如何去改变世界，而不会徜徉在她的小说、艺术世界中。了解股市，构建股市战略技术需要很长时间，所以不要在大一或者大二的时候就辍学，因为你学的知识还远远不够。既然这本书已经看了一半，就把它看完吧。

第二个最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

在思考股票市场的时候，要记住格特鲁德·斯坦因女士没有牢记在心的事实——科学比艺术重要得多。人们常说："股市一部分是科学，一部分是艺术。"请把资本市场当做一门科学。实际上，市场一部分是科学一部分是谬论。

如果你想从事艺术行业，去巴黎当一个艺术家吧；如果从事投资，就要当一个资本市场投资家。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

永远都是最重要的格特鲁德·斯坦因人生经验

结果真的如人们所说的那样么？这是对问题一的重新阐述。谁会想到在我还没有想过会成为投资管理人时，格特鲁德·斯坦因就已经把我现在所说的问题一作了一番阐述呢？

禽流感会影响股市吗？

我不是社会学、文化或者艺术方面的专家，所以我无法真正理解为什么格特鲁德·斯坦因会否定奥克兰这样一个地方。奥克兰是一个弥漫着美国特质的城市，具有很大的影响力。当然，我不是社会学家，所以我的结论有可能是错误的。

最近人们都在为禽流感爆发而忧心忡忡，有些人为健康受到威胁而担忧，有些人担心股市会受到冲击。人们最害怕的是禽流感蔓延到整个美国从而导致股市崩溃。2005 年和 2006 年，我在跟客户谈话时，他们无数次地提出这个问题。

遇到若干个人提出这个问题时，我的反应是：假设房间里这组人都知道了禽流感正在爆发，我让知道的人把手举起来。通常，所有的手都举了起来（实际上，每个人举一只手，所以只能说一半的手都举了起来），接着我就开始阐述，这件事大家都知道，凡是大家都知道的事情就一定会被市场化，所以你们不用担心。然后我还会问，大家是不是在一两年前就已获知禽流感要爆发这个信息，他们都肯定地点点头。就像第二章所说的那样，我提醒他们，凡是古老的话题对市场的影响力没有新的话题的影响力大，因为古老的话题已经完全地被市场化了。

有些人不同意，认为经济领域的事件可以被市场化，但是现实世界中的非经济领域往往发生更加重大的事件，例如一大批人的死亡会导致生还者因恐惧而精神崩溃——这时，市场化可能也不起作用。

所以，我举了两个例子。第一个例子他们很容易想象：如果禽流感不会导致全国性的传染，情况会怎样？他们马上就看出不需要为这种情况而担忧，这是令人高兴的事情。正如千年虫事件一样，它被广泛传播，令人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担心了很久，最终被市场化，并没有给股市带来巨大的灾难。所以人们最后发现原来的担忧只不过是一场虚惊时就觉得非常庆幸（心理需要），这种心态能促使股市向良性方向发展。没有人会跟我争论这点。

第二个例子，我继续以格特鲁德·斯坦因为例。记得格特鲁德·斯坦因女士其实是在美国顶级的医学院接受教育，我们不妨问问她，如果禽流感在全国泛滥会发生什么？她怎么知道会发生什么呢？除了格特鲁德·斯坦因、我的祖父、约翰·霍普金斯大学的学生们、我、少数研究经济学的人，事实上很少有人能知道会发生什么。假设这是一个全国性的瘟疫，以前我们经历过瘟疫吗？如果经历过，那么是在什么时间、什么地点，股市行情又是怎样的?格特鲁德·斯坦因受过科学训练，她知道该如何解决这些问题。

最典型的例子是1918年的全球性流感。如果你对这史上最厉害的杀手不了解，那么我向你推荐一本通俗而又深刻的书，约翰·巴里著的《大流感——致命瘟疫的史诗》(2004年由企鹅出版社出版)。这是一本非常精彩的书！我不再详细描述那本书中的细节内容了，如果你不想看书，那么在Google或者Yahoo上搜索一下也能找到非常多的关于1918年的流感的信息。概括地说，在当时全球人口比今天少得多的情况下，流感用不到24小时的时间消灭了1亿人口——几乎消灭了整个西方世界的生命。疾病首先在美国爆发，当时美国正处于第一次世界大战的白热化时期，整个世界对这个疾病无能为力。约翰·巴里的书中，详细记述了当时约翰·霍普金斯大学的师生们如何孤军奋战，因为只有他们才懂得如何对抗瘟疫。这本书中提到了威廉姆·韦尔奇和洛克菲勒，但是没有提到格特鲁德·斯坦因。

整个1918年，股市处于非常良好的状态。1918年末有个小小的修正期，这就是流感造成的影响。整个1919年，随着流感的加剧，股市上升到了顶峰。股市会在流行疾病肆虐的时候或者之后振兴吗？从来没有发生过这样的事！越是不可能越是容易发生不可思议的事。大流感肆虐的时候，股市的状态非常良好。

人们公认，1917年由于战争消息的公布，在瘟疫发生之前股市就已经开始萎靡不振。瘟疫能破坏人们的生活，却没有影响股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不是医学专家，我的直觉反应（可能是不对的）是：禽流感不会变异，也不可能造成禽—人传播。毕竟这个瘟疫的产生已经有一段时间了，当然还是有可能发生变异，但是如果它不会在人类之间传染，那么随后事情的发展就跟我举的第一个例子——“千年虫”案例一样，没人会得禽流感，所以股市一定是牛市。如果禽流感真的开始流行，那么我们也可以从1918年发生的流感事件中学到一些经验。在“千年虫”事件中，很多“有责任心的专家”告诉人们，这将会是一个大灾难，所以提醒人们赶紧把股票抛掉，很少有人告诉人们不要为此担心。你认为越是不可能发生的事，越有可能发生。

石油与股票——市场中心

作为投资者，我们总是不自觉地寻找因果关系，在找不出原因时，就伪造“理论基础”。我们总是企图在杂乱无序的世界中建立秩序，无视矛盾的事实，犯各种认知错误。人们把两件不相关的事情尝试用因果关系联系起来的心理趋势从来没有消停过。因此，我们需要运用问题一。

使用问题一可以证明或者颠覆普遍认同的观念。当你在使用问题一之后发现了一个毫无根据的说法时，就能够避免犯投资错误。所有的投资决策都是有依据的，当每个人都认为某个因素会造成股市的上涨或下跌时，只有你发现它们不存在相关性，那么你就能作出与其他人都不一样的选择，从而获得成功。大众的判断总会出现错误，最典型的例子就是最近弄得人心惶惶的石油价格问题。多数投资者认为要是石油价格持续上涨，股市就要遭受重创。很少有人不同意这个观点，我们从电视上看到连续不断的讨论、批评。所以，石油价格究竟怎样影响股市，正好有待我们用问题一来鉴定。

石油引起人们惊慌失措不是新鲜事，每隔几年就会发生。19世纪70年代最流行的词汇是“迪斯科”、“吉米 · 卡特”、“石油禁运”；20世纪80年代最流行的词汇是“时装”、“华尔街的查利 · 希恩”，还有“石油崩溃”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 世纪 90 年代初期以及最近几年，我们与美索不达米亚发生了一些战争，人们会说我们是借着仁慈的名义狡诈地攫取他们的石油。很明显，45 万士兵“偷窃”不成功后，2003 年我们又派了 25 万士兵前去“抢劫”。这偷窃难度到底有多大？让这些石油被偷走吧，让年轻的男孩子们回家吧，还有更美好的生活在等待着他们。还不如“侵略”加拿大！我们从加拿大和墨西哥获得的石油比伊拉克和沙特阿拉伯获得的都要多，而且北美地区的运输成本低。如果我们真的想要抢劫石油，就一定先派兵去渥太华、卡尔加里和墨西哥港口坦皮科。

先不说美国不太光彩的“抢劫”石油的历史，石油是最令投资者担心的问题。最主要的原因是我们对这种有限的资源过分依赖，媒体一直在大肆宣传在不久的将来石油将被耗尽也是一个很重要的原因。加利福尼亚的伯克利居民，不用担心这种事情的发生。石油的确是有限的资源，但是我们能不断发现新的油田。很少有人知道，我们现在的石油储备量比 20 世纪 70 年代的多。人们早就开始担心石油耗尽的问题。石油不是奇迹般地冒出来的，而是石油公司进行大量投资，用先进的技术历尽千辛万苦从地底下采掘上来的。我们还会找到更多的油田吗？会的！有一天，我们会把石油用尽吗？至少在你的有生之年不会。

我们都不知道的事实

但是我们没有办法统计石油的总储备量。石油公司并不是无止境地开采油田，因为一旦发现一个储量巨大的油田，过多的开采反而会降低公司的经济效益。但是除了石油公司，谁也不会从事勘探石油的工作。在过去的几十年里，开采油田的浪潮时而兴起时而沉寂，每一代人都认为找不到更多的油田了，但是每一代人都找到了更多的油田。一旦石油价格攀升、储备量过低，他们就开始寻找新油田，并且找到了更多的石油。将来也是这样，没有人知道什么时候再也找不到石油，谁也不知道地球中蕴藏的石油到底有多少。

石油供应的关键不取决于储藏在地下的石油，而取决于石油精炼厂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1976年以来，美国国会中的NIMBY（主张环境保护，反对在居民区建造工厂）成员已经宣告美国不再建造新的炼油厂。然而美国的石油精炼厂无法满足我们对石油成品的需求，一旦不可预料的事件发生，例如墨西哥海湾出现自然灾害暂时影响了重要的石油精炼厂的生产能力，那么石油价格就上涨。如果国内有更多的石油精炼厂，那么我们遇到灾害、战争以及其他紧迫的问题时，我们就不会显得束手无策。

地球石油枯竭这个结局是不可避免的。人们已经开始对石油价格产生恐惧，乔伊·斯科斯帕克的卡车汽油不够，他会失业，于是"经济衰退、月亮变色、天上掉下癞蛤蟆"，大概这些家伙在上大学时逃了经济管理学关于供应与需求那部分内容的那堂课。石油是开放市场中自由交易的商品，全世界影响石油价格的因素只有两个，即需求与供应。石油价格不是乔治·布什、哈利伯顿、本·拉登能够决定的，也不是石油公司的老板能够决定的。

我们选举出来的高层官员觉得我们是一群淌着口水的笨蛋，需要依赖专家的悉心照料和稳妥的建议。他们不相信供需对价格的决定性作用，所以他们为了消除人们对石油的过分依赖，人为地通过增加税收来提高石油价格，只有华盛顿的政治家才会想出这种糟糕的主意。在纽约，每加仑的石油税收是43.9美分，在加利弗尼亚是44.7美分，而在阿拉巴马只有20.3美分。供应受到愚蠢政策的摆布。

多数专家认为我们在过去50年中没能发现更多的油田，生产效率也不高（我们将来会走到这两个地步），所以我们国家石油供应短缺。依照这种观点，当供应量减少而需求量保持不变时，石油价格会上涨。我们根本不需要税收、法规或者其他硬性政策，也不能谴责石油公司的贪婪，这是自由市场运行的自然规律。长此以往，如果政府不干涉石油市场，只要供应量减少，石油的市场价格自然会升高。如果有替代石油的能源缓解供应压力、需求量开始减少，或者两者兼而有之，那么石油价格就不会升高。如果哪天石油的价格高到令人望而却步的程度，那么一定会有新的能源来驱动我们的汽车、便携式电脑，尽管我不知道将会是哪种能源，但我知道必定会出现这种新能源，可能是氢能、太阳能，或者核能。汽车不会使用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

橘子汁来做能源，但是也很难说，因为当初蒸汽机的发明者也想不到如今我们的多功能车会使用汽油作为燃料，所以我们无法预知未来的汽车会采用何种形式的能源。

可能你觉得我有点油嘴滑舌，但是人类的需求确实是人类创造发明的原动力。人类不会看着最后一桶石油说："好吧，这是最后一桶石油了，我们好好保存它"，然后重新回到荒郊野外，开始自给自足的原始生活。在2110年，以汽油作为燃料的汽车对我们的后代来说，可能是一种别致的老古董，就像如今我们看到老式的蒸汽火车一样。

虚张声势的石油价格让人们误以为高价的石油时不时地对经济体和股票市场产生影响。这种观念不合理。石油价格的升高不会对市场产生抑制作用，因为只有不断成长的经济体才会推动石油需求量上升，因此石油价格才会升高。投资者把原因和结果颠倒了。

我们经常看到这样的新闻大标题：

石油价格创新高！

石油价格又创新高！

昨天只是开开玩笑，今天石油价格破纪录了！

报纸很少提到一个词汇："通货膨胀调节"，它才是解决问题的关键。2005年和2006年，石油价格一次又一次地上涨，成为热点新闻，但是从通货膨胀调节理论角度来看，这种新闻十分平常。27年前，我们制订过预防通货膨胀的货币调整政策，但社会仍然稳步前进。

人们误认为石油价格的升高会导致通货膨胀、经济停滞甚至更糟糕的事情出现。这种观念在1979年的投资者眼里还是很有道理的，但是事实上不是这样。1979年，我们正处于与伊朗的新政权对峙时期，当时的伊朗新政权由虔诚的宗教主义者领导，他们被"撒旦"激怒——或许是真的或许是想象中的，不过很可能是想象中的，伊朗学生抓了66名美国人质，其中的52名人质被扣留了444天。由此石油公司获得为期10年的开采许可权，再加上OPEC的禁运导致石油价格上涨，一时出现了大批开发石油的矿井，也出现了石油定量配给制度。20世纪70年代，美国采取了极其特殊的通货膨胀货币政策渡过了难关。受美国国内外不断出台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的货币政策的驱动，通货膨胀已经无法控制，一个原本已经毫无生气的经济体系中，任何东西都开始上涨，包括石油、长期利率等等。美国的失业率达9%。这个时期美国人的生活并不幸福，从经济学角度看，大多数原因是政府管理不当。

1973年的石油禁运令颁布之后，福特总统公布了保护能源的政策和法令，为战略石油储备系统（SPR）提供原油保证。SPR是世界上最大的紧急状态原油供应方，拥有7亿桶原油，这是个巨大的石油储备库。在实施这项战略之初，为了积累石油从而造成石油价格上涨，这与初衷相违背。两次紧急石油供应事件发生在1991年的海湾战争和凯基纳飓风灾难时期，第一次只卖掉了1700万桶石油，第二次卖掉1100万桶石油。2001年，布什总统下令补充石油储备量，政府需要购买2800万桶石油，因此最近几年石油价格上涨。要是我们没有在突发情况下大量使用储备石油，那么现在的石油价格就不会这么高。这就是石油价格上涨的前因后果。

石油价格升高不好吗？我们运用问题一来回答这一问题。首先，我们会为了保持经济持续发展去寻找石油的替代能源。据估测，克罗拉多、乌锑、乌由明的地下蕴藏着丰富的石油页岩，大约有120000万桶，是目前已知的沙特阿拉伯地下石油储量的8倍多。而且加拿大的煤焦油储量是中东煤焦油储量的好几倍。对这些资源的开发关系到我们该付出多大的代价，不能否定这种开发必须消耗大量资金。我认为与其让石油价格翻倍不如去开发这些资源。当然，这只是提议，但是如果真的开发了这些资源，石油禁运给人们带来的恐慌就不会这么严重。如果解决了开发资金问题，我们就能开发这些石油页岩，这样我们就不用担心石油耗尽，因为石油价格一旦升高，石油页岩马上可以进行补充。这是很简单的道理，我不明白为什么世界上很少有人能想到这一层。

除了特殊情况，例如墨西哥湾的飓风，一般情况下石油价格的升高受经济发展的驱动——不只是美国，全世界各个国家的经济发展都会引起石油价格升高，包括中国、印度。石油价格的升高标志着全球经济的健康发展。有人担心中国未来经济的发展会增加能源的需求量，会抬高石油价格，进而影响美国的经济。中国蕴藏着大量的煤炭能源，其储藏量大于中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国未来几十年经济发展对能源的需求量。中国的煤炭储藏量决定了中国未来能源的需求基本依靠煤炭。

除非我们发现了储量巨大的新油田或者发明了新技术，否则，导致石油价格下降的唯一原因就是经济衰退。每个人都不想看到这种情况出现，所以大家祈祷石油价格升高吧！你以为我在讲笑话吗？绝不是。

石油价格过高并不会给我们带来灾难。首先，不管你听到怎样的消息，今天我们对石油的依赖程度已经比过去小很多。我的论断可能使你十分震惊，但是事实确实如我所说的那样。20世纪80年代，美国能源紧张，GDP中1美元的能源消费为15000Btu(Btu，英制热量单位，1Btu=1055.056焦耳)。

如今随着能源危机逐渐缓解，美国的GDP成分已经发生了重大变化，发展最快的两个部门——信息技术与经济领域对能源的需求量比制造业和农业小得多，它们对能源危机的缓解起了很重要的作用。所有这些意味着自20世纪70年代以来，我们的生产效率提高，对石油的依赖性减小。如果石油价格继续保持不变或者升高，我们的生产效率会更高（见图5.1）。

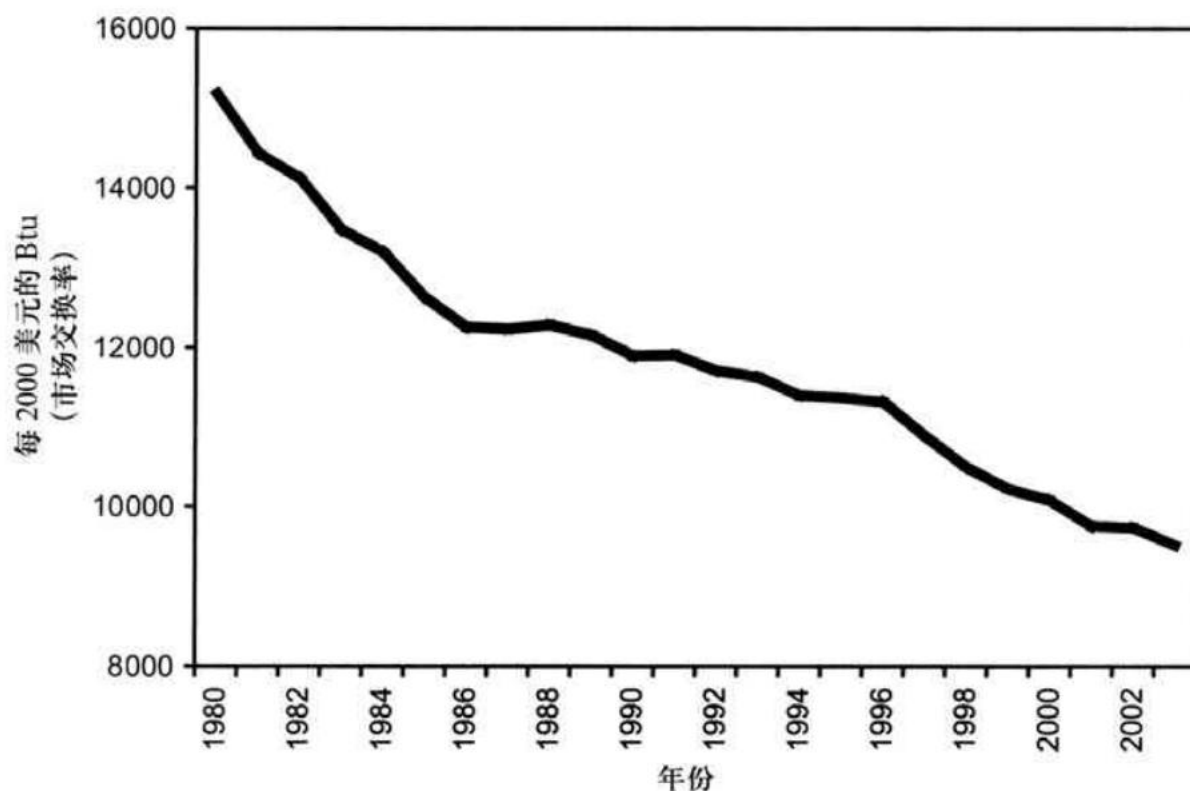


图5.1　美国能源紧缺曲线
来源：能源信息管理部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使石油价格飙升，它对整体经济的影响也十分微小。如今，与石油相关的产业或产品对美国GDP的贡献大概只有2.5%。是不是难以想象？但事实确实是这样的。如今石油对经济净收入的影响非常小，自1980年以来，美国GDP的年平均增长率是6%。石油在美国未来经济发展中的影响将越来越小，因为我们发展了不需要消耗石油的产业部门。

股票变动与石油价格无关

如果你不相信我，总该相信股市。投资者最关心的是石油价格的变动与股票价格的变动，他们认为石油价格上涨的时候，股票价格就会下跌，反之亦然。石油价格的上涨看上去是不利的，而这种不利体现在股票价格上。股民最担心石油大战、供应紧缺、环境恶化，甚至担心邻居们在开车时不小心而出事故。他们认为这些因素都会使石油价格上升，股票价格下跌，没有人愿意这样的事情发生。有大量的证据证明这个观点，登陆你最喜爱的网站，你能看到“(股市）因石油而下滑”，“石油升价股票跌价”，或者“沙特阿拉伯产油量增加导致石油价格下降，股票价格升高”，“股价上涨石油价格下跌”类似的信息。这些只是少量的说法，在Google上你可以找到更多的类似说法。

这已经成为一种常识，石油价格升高导致汽油价格升高，这就意味着人们需要缩减在其他方面比如日用品、飞机票、长筒袜上的开支。制造或者发放杂货、飞机票、长筒袜的公司就会遭受经济危机，因为一些人顽固地穿着破了的袜子，拒绝乘飞机出去度假，不然奖金就减少了。这些都令股民恐惧不已，所以不久人们就开始减少手头持有的股票份额。石油涨价，股票跌价——故事就这样结束了。每个人都知道结局，但是格特鲁德·斯坦因不这么想，她会说：只有事实真的如此，才能确定。石油和股票之间的关系真的如人们所说的那样吗？我们可以通过考察一些数据来确定。

图5.2为大家提供了一些反映石油价格与股票之间关系的数据，你可以登陆Yahoo网站下载历年的标准·普尔500数据，石油的历史价格可从能源信息管理部（EIA）的网站上找到。在图5.2中，把1982～2006年每年的石油价格与标准·普尔500指数作对照，我们发现总体看来这两组数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据的发展路线并不一定相反，反而经常同时上涨。你不用对此感到吃惊，通货膨胀之后很多商品价格都有上涨的趋势。

图5.2看上去就像第一章中高价格收益比的散点分布图，并没有科学说服力。为了找到更确切的答案，我们要用到相关系数。如果两个变量同时上涨或下跌，并且幅度相同，那么它们的相关系数是1，是一一对应的关系。如果它们相关性相反——例如一上一下，那么相关系数就接近−1。而相关系数越是接近0，表示两者的相关性越小。

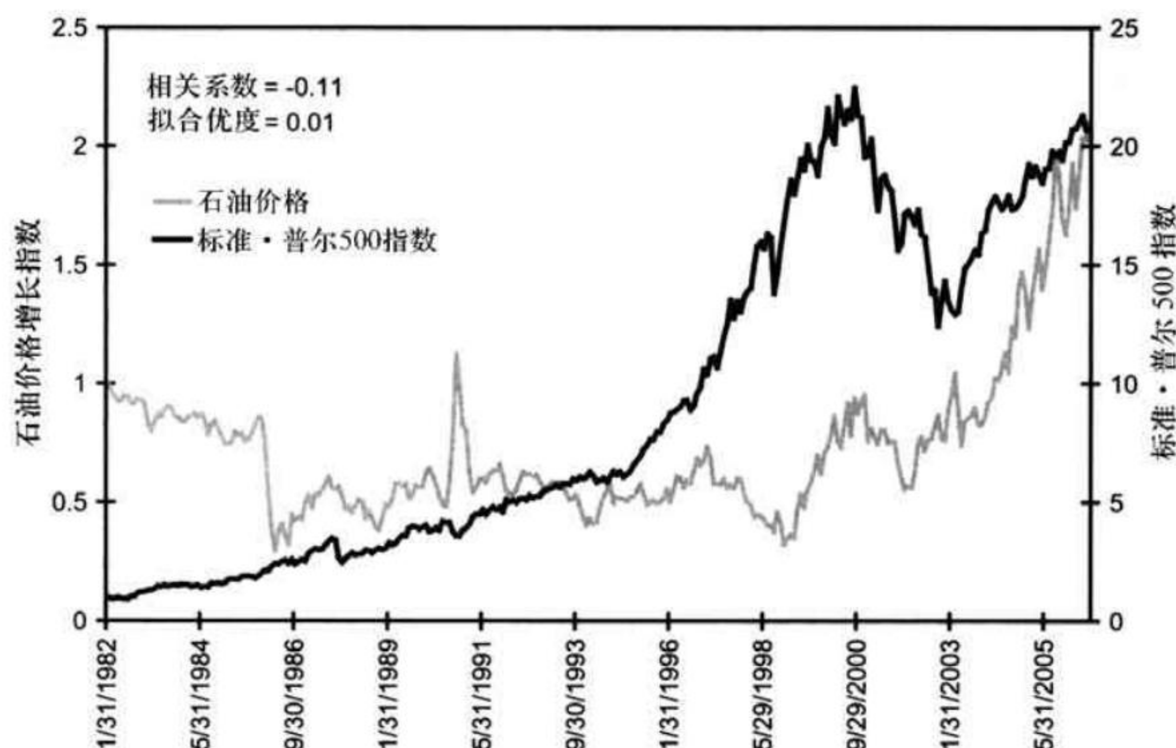


图5.2 石油价格过高会击垮股市吗？

来源：全球经济数据库

解决概率是1%

图5.2显示，石油与股票的相关系数是−0.11——相关性相反的系数，但是比人们想象中的要小。要知道两者之间的相互影响程度有多大，就要使用第一章中介绍的拟合优度（拟合优度反映的是两个变量之间的相互性的大小）。根据图5.2我们得出的拟合优度是0.01，这就是说，股票价格上涨时，你只能把1%的原因归咎于石油价格的变动。只有1%！你应该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把注意力集中在另外的99%的原因上。

对于短期内两者关系的研究，我们还提供了另外一种方法。图5.3显示了一年12个月中石油价格与标准·普尔500指数的相关性。

从图5.3中，我们清楚地看出，1980年，当石油泡沫膨胀时，相关系数达到最高值，同时我们发现20世纪90年代初期，随着1990~1991年经济萧条的出现，相关系数转为负数。

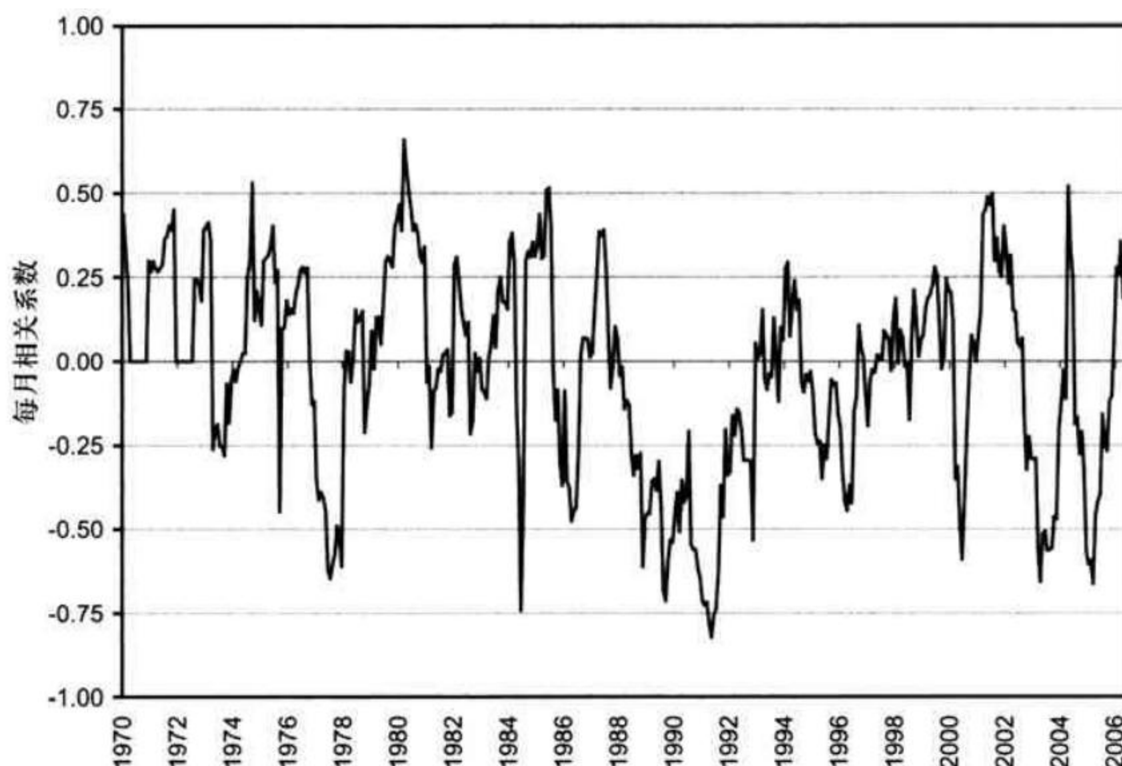


图5.3 石油价格与标准·普尔500指数每年的月相关系数
来源：全球经济数据库

但是这些相关系数只是短期存在，短期急剧的变动正说明原本不存在相关性。图5.4表示的是拟合优度的变化，即两个变量相互之间影响大小的变化。

1992年末至1994年初，20%的股票变化与石油价格有关，这一比率相当高，但是大多数人都没有理会这些。这个阶段的之前与之后，石油价格对股市的影响都不大，最不可能发生的情况却真的发生了。

知道了石油价格对股市的影响并不是很大，你可能觉得很高兴。如果美国出现这种情况，那么在其他地方也会出现类似情况，否则就说明我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

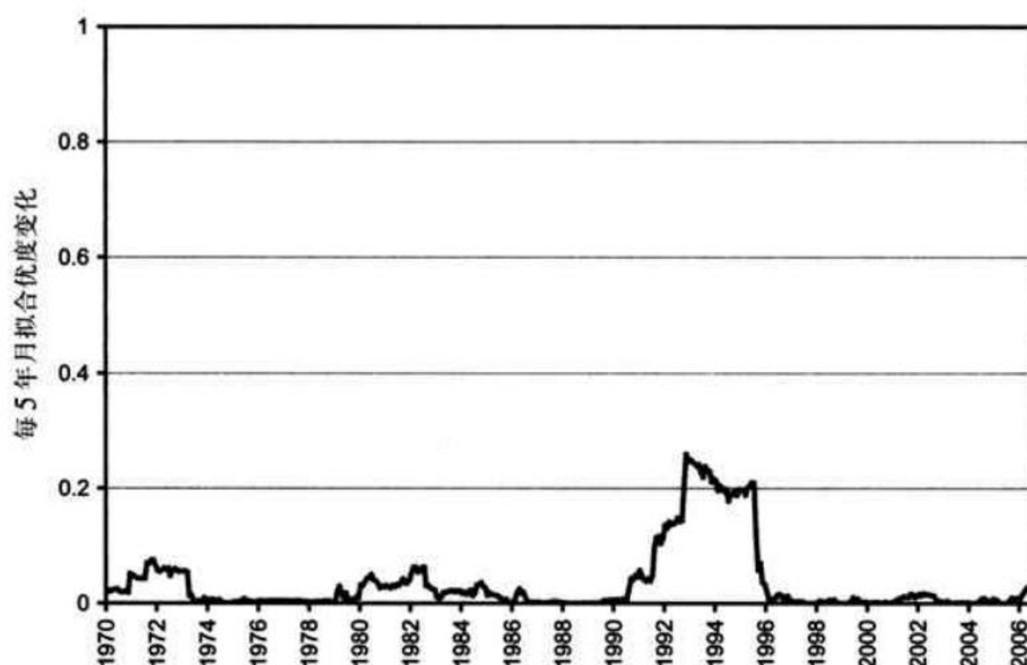


图 5.4 石油与标准·普尔 500 指数的月拟合优度变化
来源：全球经济数据库

的判断不正确。不管怎样，都应该用国外的股市变化状况来验证自己的结论。如果某个规律只适用于一个地方的市场，那么说明这是独特的国内环境造就的规律（例如总统任期循环），或者只是偶然巧合而已。

图 5.5 显示的是英国市场中石油价格与股票的相互关系。

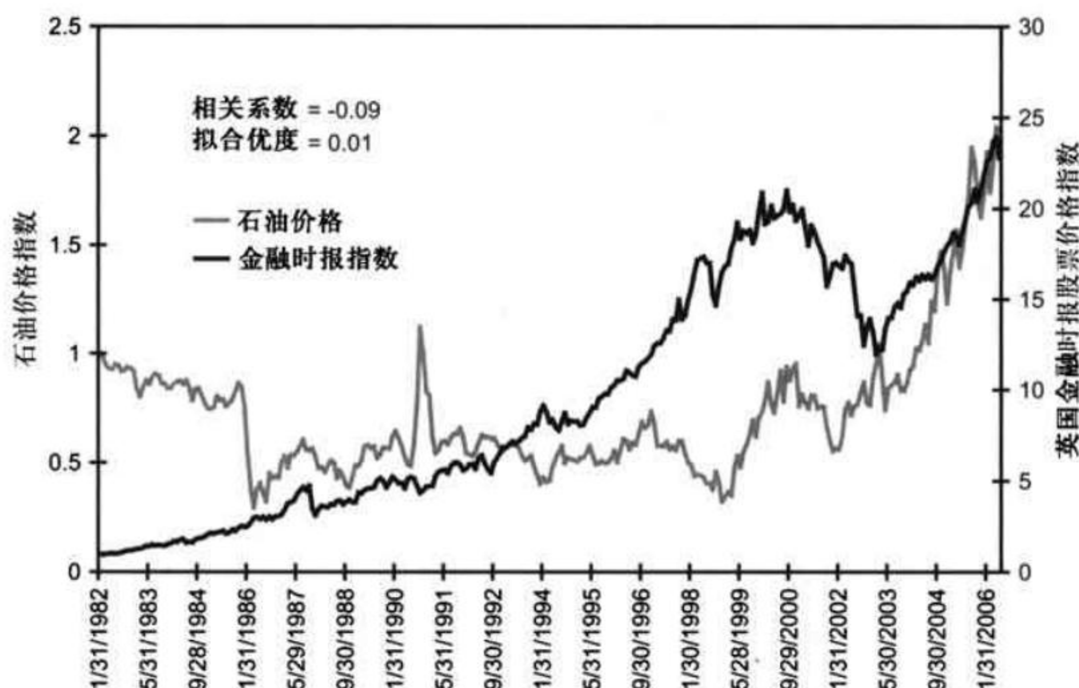


图 5.5 石油价格与英国金融时报股票之间的关系
来源：全球经济数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们看到英国股市与美国相似，相关系数是−0.09，拟合优度是0.01。也就是说石油与股市几乎没有相关性。但是英国人跟美国人一样，都认为石油价格上涨会导致股价下跌，并且对此十分恐惧，恐惧程度甚至超过美国人(我对英国股市研究了很长时间)。把石油价格与全球各国股票价格指数对照，可以看出石油价格对股票价格指数几乎没有影响。在图5.6中，相关系数为0.05，拟合优度为0.00，没有任何影响！很多投资者根本无法想象会有这样的结果，石油与股市没有相关性。

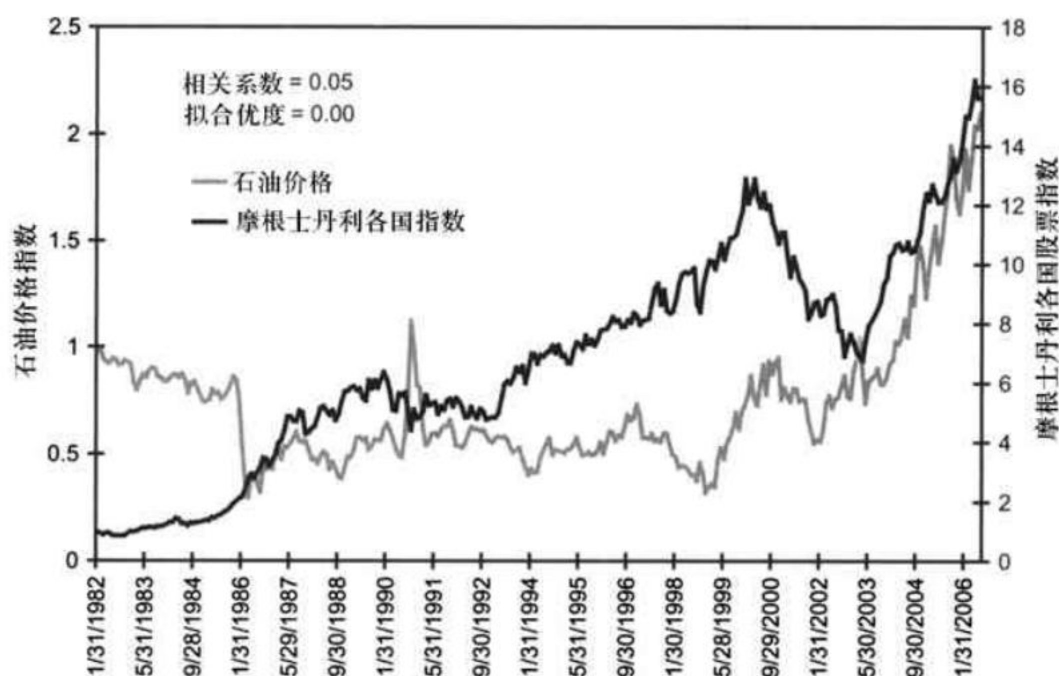


图 5.6　石油价格与摩根士丹利各国股票指数之间的关系
来源：全球经济数据库

反驳顽固的偏见

我们所做的分析是对传统的观念的颠覆。为什么陈见会有如此大的影响呢？这就要使用问题三。大脑中的思维定势和错觉使人们认知混乱，人们总是易于接受支持偏见的例子，易于认同符合常识的案例，但是忽略与陈见相矛盾的案例。格特鲁德·斯坦因一生都为固有偏见所困惑，所以她总觉得巴黎人比奥克兰的美国人好，她只看到自己愿意看到的现象。多数人都跟格特鲁德·斯坦因一样，能记得很久以前符合常识的新闻标题，却不记得最近一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次的新闻标题："石油价格上涨，股票上涨了！"因为这不是人们希望看到的新闻。人们总是认为当石油价格上涨的时候，股市多数是下跌的。

大脑的记忆方式不是客观的，而且新闻媒体也不愿意让大众看清事实真相，人们只关注石油价格与股票走势相反的新闻。我相信，尽管我写了这本书，告诉人们如何计算相关系数，都无法改变人类固有的偏见。

当石油价格与股票价格同涨同升时，投资者开始改变自己的说法。他们会说，石油价格与股票价格同升同涨那几天不能说明问题，应该看长期变化，比如1周、1个月、1年或者更久（这时他们不会再仔细考虑自己的结论是否正确）。几天反常的变化他们视而不见，但是长期的变化他们也不考虑。无论怎样，他们都不采取科学的研究态度。

也有人说，石油价格上涨之后，股票价格不是当天就下跌，股价的下跌往往滞后，这是另一种借口。他们嘴上这么说，但从没有采取进一步的实际措施证明这个说法。我试图找到滞后反应这种现象，最后我得出的结论是不存在这种滞后现象（我同样研究过美国之外的例子）。我用不同的滞后期限测试了一遍——3天、1周、7个月、7.82个月，所有的结果都相似。不论选择哪一个滞后期验证，都说明石油价格与股票变动的相关性都不大，任何有理智的人都不会以此作为投资决策的依据。尽管我不断挖掘自己所需的数据，但还是无法证明石油与股市之间有确切的关系。也许是我错了，也许你有能力找到这种相关性，如果哪天你发现了石油与股市的相关性，请通知我。但是我敢说，这是不可能的，很多读者都会猜测我的结论是不正确的，但是没有谁会亲自验证一下。

我没有使用昂贵的仪器，也没有用到复杂的计算方法，却颠覆了一个神话。当你必须使用复杂的方法证明一种假设时，很有可能这个假设是错的。

石油价格问答题

若要缓解对石油价格上涨的恐惧，我建议你做一做以下的小测试。以下五道题目中必须做对三道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 多数汽车靠汽油发动，用于炼制汽油的原油是什么？

   a.恶魔的工具　　b.税收计划的一个阴谋

   c.商品　　d.全球气候变暖的主要原因

2. 石油价格由什么决定？

   a.乔治·布什　　b.哈里伯顿

   c.供应量与需求量d.a和b

3. 美国政府依靠什么手段迅速降低石油价格？

   a.减少法律限制

   b.降低税收

   c.派遣迪克·驰尼与壳牌公司的首席执行官处理

   d.a和b

4. 美国最大的石油进口国是哪个国家？

   a.伊拉克　　b.沙特阿拉伯

   c.哈里伯顿　　d.加拿大

5. 武装战争爆发的主要原因是什么？

   a.石油问题　　b.税收阴谋

   c.全球气候变暖　　d.以上答案都不是

不要担心，我不会把你的成绩存档在案，只有政治家会这么做。在其他投资者都为石油价格的上涨而忧心忡忡时，你知道这是不可能的。首先，这种担心已经市场化了；第二，经过分析，它的确是不可能的。我猜想，如果2007年你读这本书，石油价格依旧是你最关心的事情。忽视它吧，任由石油价格上涨吧。

法国人能做的事情，我们“能做得更好”

在结束石油话题之前，我们再来细细研究一下格特鲁德·斯坦因、有趣的法国人、布什总统、德士古公司以及中国市场。第一，如果让我找出第七个从格特鲁德·斯坦因身上学到的经验，我会说：“美国的生活比法国好。”正如一个不大妥当的政治性言论：“法国人能做的事情，美国人能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做得更好。”长期以来，法国一半的能源来自核能。布什总统不敢多提“核”这个字，2006年在联合国的发言中，他主张开发新的能源，但是没有说出“核能”这个词。很明显，他不想让美国从依靠矿物燃料的国家变为依靠核能的国家。

如果世界上最大的四个能源消耗国——美国、英国、日本、中国发布共同宣言，在未来10年内建设核能站，就像现在法国人开发核能一样，那么德士古公司的石油价格会立即下跌到20美元，下跌速度超出你的想象，但是伯克利耶兹不会傻到去侵害事业有成、中年发福的德士古公司官员。

在未来的30多年里，美国不会建设核能工厂。当我口口声声说着“核能”时，我看到如今头发花白的20世纪70年代的投资者也在犹豫，是否让美国学习法国也开发核能呢？学学格特鲁德·斯坦因吧，事实真的如我们所说的那样吗？法国人已经在核能的环境中安全地生活了几十年，如果法国人能做到，我们一定能做得更好。如果我们开发核能，再获得一点来自朋友们的帮助，那么我们的能源储备量远远不是如今已知的50年储备量，而是几百年的储备量。我不知道格特鲁德·斯坦因有什么意见，但是我知道我的祖父一定很开心，因为他最喜欢驾着车在重峦叠嶂中探险。

应该在5月卖出吗？

5月抛了股票，拍拍屁股走人

还有另一种错误观念，或者说是一系列错误观念，我把它们一并列入“5月卖出”类型中。“5月卖出”这个观念源自一句老话：“5月抛了股票，拍拍屁股走人。”这句话大概是说夏天股市收益比较低。这种观念还有许多衍生物，例如一年内的月效应、一周内的天效应、假日效应、圣诞老人效应、10月效应、星期一效应、星期五效应、暑期档、月末反应、腊月第三个周四效应、棒球赛季每月第二个周二效应。

一开始，投资者也不完全相信这一套，他们往往只相信其中的一部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分，但是他们没有亲自证实过这些说法。为“圣诞老人效应”忙活的股民或许会说：“谁会相信‘星期五效应’呢？他也太傻了吧。”人们本能地觉得这些说法是在胡说八道，但是媒体喜欢提醒我们，告诉我们股市确实是这么运作的，这样人们渐渐接受了这些说法，开始关注周五发生什么、周一发生什么。许多发表在学术专刊上的研究成果表明：如果从 X 到 Y 这段时间内，要是在 A 那天买进股票，C 那天卖出股票，就能打败股市了。

最近一段时间内流行的说法是：“5 月抛了股票，拍拍屁股走人。”5 个人中有 4 个会赞同这个说法。这个说法已经有 10 年的历史了，时而流行时而消失。从某种角度上看，它的确有经济学意义。

很多有威望的投资者都认为在夏季投资股市是不明智的。这纯属无稽之谈，并不是股市遵循的规律，我们又可以运用问题一来验证这个说法。表5.1反映了自1926年以来每年的6～8月的股市收益率与全年收益率的对照情况。

表 5.1 中，6～8 月期间，股市的平均收益率是 4.7%——比储蓄和债券的收益率都高。当然，市场总体都是上涨的。很多时候，夏季的股市是十分强劲的。很明显，“5 月卖出”这种策略一定会造成损失。一些投资者还会狡辩说“5 月卖出”的意思是，夏季股市比冬季股市的收益差——5～10 月的收益比 11 月至次年 4 月的收益差。要多少数据才能使你信服呢？是的，5～10 月的收益是 4.4%，11 月至次年 4 月的收益是 7.4%，这说明了什么呢？你想在夏季储蓄或者买债券吗？没有哪种经济学理论可以解释为什么一个半年的收益要比另一个半年的收益高。为什么是5～10月呢？为什么不说“7月卖出”？有些年股市的走势的确符合这种说法，例如 2006 年极端的例子让人们相信“5 月卖出”是最佳策略。但这仅仅是一个例外而已。

如果你给出某个夏天股市的良好业绩，持“5 月卖出”观点的投资者一定会说，你应该观察股市的长期走势现象（或者某个特殊的夏天）。他们完全忽视了一个残酷的事实，那就是股市走势在夏季往往是强劲的。当然，我们总能发现某个夏季的股市指数是负增长的，但是任何一个季节、任何一个月都有可能发生股市指数负增长现象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.1 是否应该在 5 月卖出股票？

年份	夏季收益 (6~8月)	全年收益 (1~12月)	年份	夏季收益 (6~8月)	全年收益 (1~12月)
1925	5.7%	0.0%	1966	-9.7%	-10.1%
1926	12.3%	11.1%	1967	5.9%	23.9%
1927	11.5%	37.1%	1968	0.9%	11.0%
1928	5.4%	43.3%	1969	-6.9%	-8.5%
1929	28.7%	-8.9%	1970	7.6%	3.9%
1930	-11.8%	-25.3%	1971	0.2%	14.3%
1931	7.9%	-43.9%	1972	2.2%	19.0%
1932	91.4%	-8.9%	1973	0.1%	-14.7%
1933	15.9%	52.9%	1974	-16.4%	-26.5%
1934	-3.9%	-2.3%	1975	-3.7%	37.2%
1935	19.3%	47.2%	1976	3.7%	23.9%
1936	12.1%	32.8%	1977	1.9%	-7.2%
1937	-0.1%	-35.3%	1978	7.5%	6.6%
1938	31.9%	33.2%	1979	11.8%	18.6%
1939	-2.4%	-0.9%	1980	11.5%	32.5%
1940	15.7%	-10.1%	1981	-6.2%	-4.9%
1941	12.2%	-11.8%	1982	8.5%	21.6%
1942	7.8%	21.1%	1983	2.3%	22.6%
1943	-1.3%	25.8%	1984	12.0%	6.3%
1944	5.1%	19.7%	1985	0.6%	31.7%
1945	4.5%	36.5%	1986	3.1%	18.7%
1946	-12.3%	-8.2%	1987	14.5%	5.3%
1947	7.7%	5.2%	1988	0.6%	16.6%
1948	-3.0%	5.1%	1989	10.5%	31.7%
1949	9.2%	18.1%	1990	-9.9%	-3.1%
1950	-0.1%	30.6%	1991	2.2%	30.5%
1951	10.0%	24.6%	1992	0.4%	7.6%
1952	6.5%	18.5%	1993	3.7%	10.1%
1953	-3.6%	-1.1%	1994	4.9%	1.3%
1954	3.5%	52.4%	1995	6.0%	37.6%
1955	15.0%	31.4%	1996	-2.0%	23.0%
1956	6.1%	6.6%	1997	6.5%	33.4%
1957	-3.8%	-10.9%	1998	-11.9%	28.6%
1958	9.3%	43.3%	1999	1.8%	21.0%
1959	2.4%	11.9%	2000	7.1%	-9.1%
1960	2.9%	0.5%	2001	-9.4%	-11.9%
1961	3.0%	26.8%	2002	-13.8%	-22.1%
1962	0.0%	-8.8%	2003	5.1%	28.7%
1963	3.2%	22.7%	2004	-1.0%	10.9%
1964	2.6%	16.4%	2005	2.9%	4.9%
1965	-0.7%	12.4%	平均收益	**4.7%**	**12.2%**

来源：全球经济数据库，标准·普尔 500 指数年总收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么其他的时节呢？时时提醒我们关注某个日子、某个月、某个假期的各种说法，它们可信吗？不可信。经过统计分析，它们都站不住脚。记住问题二，如果某些事情看上去有联系，就必须考察它们在海外市场是否也可行，而且要说明其中包含的经济意义。我们不能依靠各种有关时节的说法来投资。

先说说"周一效应"，如果只挑某个周一来看，这个观点是正确的。"周一效应"告诉我们周一的股市行情是上周五的继续。如果上周五股市是上涨的，那么这周一股市也会上涨，如果上周五股市下跌，那么周一股市还是会下跌。但是，这个说法很明显与另一种说法——"周末效应"相矛盾，"周末效应"说的是周末股价下跌。先假设"周一效应"是正确的，如果某一年股市整体上涨，那么不论周五、周一还是其他日子，股市上涨的可能性总是比下跌的可能性大，因此，不论上周五的股市是上涨还是下跌，在这些年里周一的股市大多数都是上涨的。所以，若是牛市那年，"周一效应"是成立的。熊市时，周五、周一或者任何一个日子，股市下跌的可能性比上涨的可能性大，所以，周一的股市行情基本上也是周五股市行情的继续，所以"周一效应"也是成立的。

但是这种调查方法未免以偏概全，因为如果在牛市那年，认为周五股市下跌导致周一股市下跌，那么就很有可能造成损失；在熊市时，认为周五股市上涨周一股市也上涨，也会造成损失。只要股市在一年中大部分时间是上涨的，那么任何一天之后的第二天上涨的概率都高于下跌的概率，如果此时你的决策是错误的，还是会损失很多钱。

没有很完善的统计数据证明这些说法。表5.2显示了自1926年以来，一年中12个月每个月的标准·普尔500指数的平均收益率。

从表5.2中可以看出，因为整体上股市是上涨的，所以其他月份良好的平均收益率抵消了9月份股市的负收益。如果真的存在股市收益跟季节相关的规律，就不会出现这种情况。有些月份的股市行情看上去比其他月份的行情好，但是这是平均水平，股市本身带有很大的波动性。你不能期望每年4月份的收益率都是1.5%，每年11月份的收益率是1.17%。平均值并不代表股市未来的发展趋势，因为这些数据包含了运气、随机的成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表5.2 标准·普尔500指数月平均收益率

1926～2005	月平均收益率
1月	1.69%
2月	0.26%
3月	0.62%
4月	1.50%
5月	0.30%
6月	1.37%
7月	1.87%
8月	1.25%
9月	−0.80%
10月	0.62%
11月	1.17%
12月	1.78%

来源：全球经济数据库

分。表5.2说明了有关星期、月份、季节等等的说法都没有道理。

很多关于股市的说法是投资经纪人编造出来的，他们这样做是为了增加客户的交易次数，从而获得更多的收益。当然也有很多提出这种建议的人并没有什么意图，只是受了错误观念的蛊惑而已。如果别人要求你根据季节变化相应地改变投资策略，你必须掌握确凿的证据，然后再作决定。很多人都会给你提供一份公司制作的“研究报告”，“详细”说明时节变化对股市的影响，这种报告只使用支持他们观点的数据。你可以查找原始数据，亲自作出结论。当你这么做的时候，你就会发现柳暗花明又一村，情况并不像股市报告中所说的那样。

按年率计算

你可能听说过“按年率计算”收益率和“按年率计算”平均值的说法。什么是“按年率计算”平均值呢？这种平均值与普通的平均值有区别吗？当然有。

一般的平均值，即统计学所说的算术平均值，与按年率计算的平均值（或者叫几何平均值）是不同的。这两种计算方法各有各的适用对象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说到收益，我们通常使用几何平均值来计算。为什么呢？因为算术平均值不能反映事实。

为了便于说明问题，我们先假设有一个基数，第一年上涨了75%，第二年下跌了40%，第三年又上涨了60%，其算术平均值为：(75%−40%+60%) ÷ 3 = 31.7%。

计算几何平均值时（听起来很复杂，其实并不难），将每年的收益率加上1，然后将得到的值相乘，再开N次方——N是年份数，这里是3。再将开方所得的结果减去1，这样就得到了几何平均值18.88%。用Excel表格计算十分方便。图示如下：

B2　f_x =(1.75*0.6*1.6)^(1/3)-1

	A	B	C	D	E	F
1						
2		0.188784				
3						
4						

把每年的收益都加上1（75%变成了1.75，−40%变成0.6,），再把这些值相乘，开N次方（这个例子中是3），最后减1。

于是，我们得到两个不同的平均值，算术平均值是31.7%，几何平均值是18.88%。从技术上来讲结果都正确，但是几何平均值适用范围更广，而且比算术平均值更能反映事实。

根据假定指数，如果第一年投资10000美元，在第三年末会得到16800美元——这不会出现歧义。但是如果说这个指数3年的平均增长率是31.7%，那么结果就应该是22843.22美元，怎么少了6000美元呢？其实钱并没有少，18.88%的几何平均值能更准确地反映实际情况。用几何平均值计算一下，3年后会得到16800美元。

作为股民，必须正确计算投资组合的收益。要是别人卖给你一个共同基金，并告诉你10年来平均收益率是19%，高于基准指数10%。他并没有撒谎，但是他给出的平均值可能是算术平均值，而基准指数的平均收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是几何平均值，所以看上去似乎是一笔合算的买卖。基金的算术平均值可能有很大的误差，几何平均值一般要比算术平均值小，所以我们要学会用几何平均值来计算投资收益。

验证投资界的几个错误说法

我已经介绍了如何计算相关系数、拟合优度，所以你可以自己验证股市中流传的各种说法。运用问题一，你可以质疑任何事情，质疑那些被认为毫无疑问的观点，你这么做没有人会觉得你行为反常，不可思议，如果别人这么认为也不要紧。我们为的是少犯错误，多赚钱，可以把这个目的告诉嘲笑你的朋友。

以下是投资界的几个说法，用问题一来检测它们是否正确！可能你完全相信这些说法，可能只相信其中的一部分，也可能完全不相信，但是这些都是极普遍的说法，而且很容易证明它们是否正确。

很多投资者认为高失业率对股市不利，低失业率对股市有利。是这样吗？我告诉你，失业率与股市两者之间没有相关性，你可以亲自验证一下（从劳动统计局可以获得有关失业率的数据，网址：www.bls.gov）。研究失业率时，可以顺便研究它对GDP的增长是否有影响。多数投资者认为高失业率会影响GDP的增长。GDP增长能增加就业机会，但就业率的提高并不意味着GDP的增长。

VIX指数（芝加哥交易变动指数）与标准·普尔500指数相反，有投资者说："要是VIX指数升高，就该买进股票！"情况真的是这样吗？计算一下相关系数，我保证你会发现VIX毫无统计价值。

人们一直认为高股息预示股市收益高，低股息意味着股市收益低。从网上找出历史股息数据，计算一下，看看是否应该相信这个说法。（提示：不该相信。）

权威和专家总是担心人们消费欲望过低会对GDP和股市产生负面影响。有担心的必要吗？搜集两个消费指数，从参考消息网站（http://

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

www.conference-board.org/economics/consumerconfidence.cfm）和密歇根大学网站（http://www.sca.isr.umich.edu/）上下载。你能否证明我说错了？

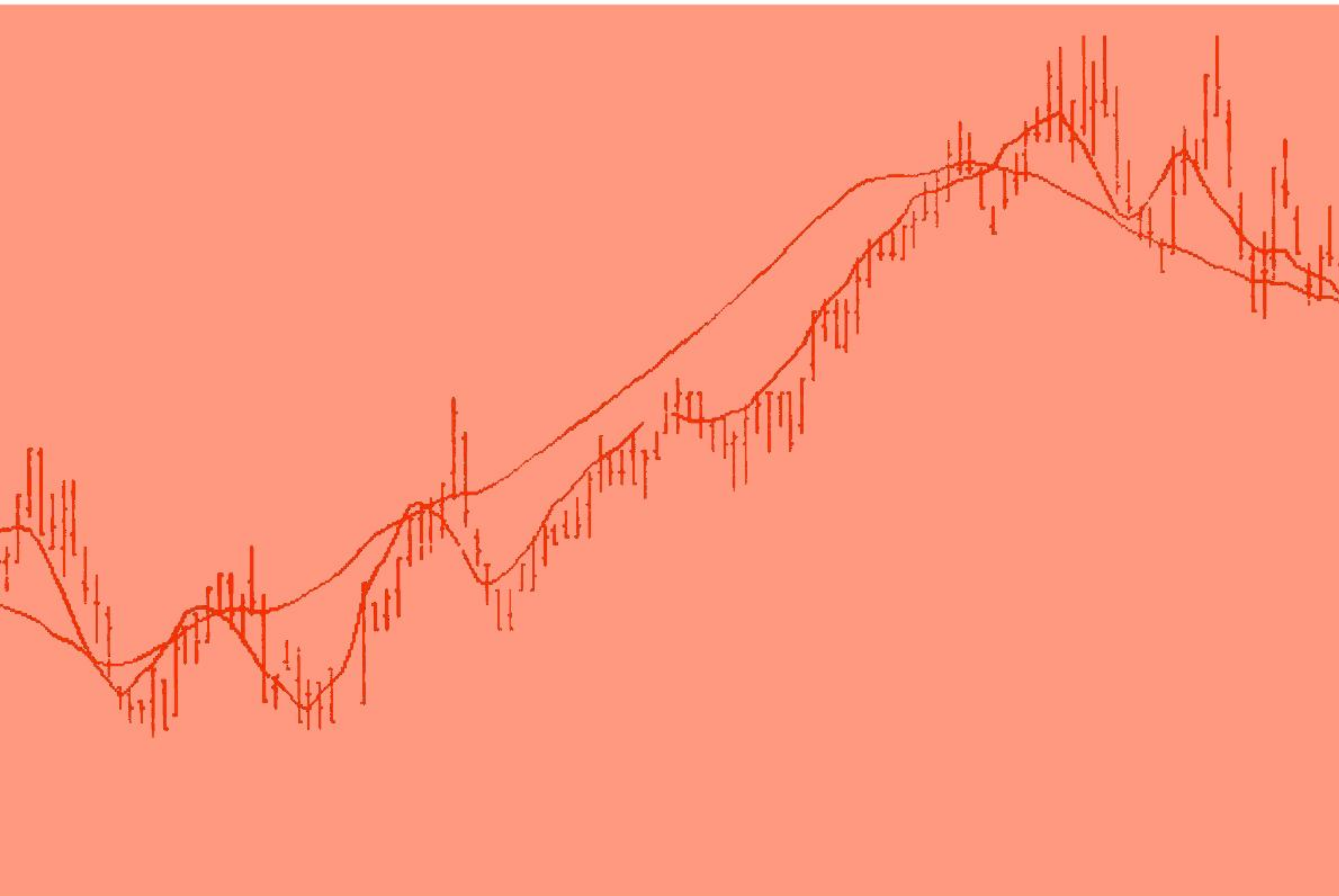
有投资者担心美国与伊朗和朝鲜意见不合会引发新的战争。我也这么想！但是这会影响股市吗？不一定，因为这种担心已经被市场化了。了解一下历史上美国与其他国家发生战争时股市是否受到影响，你会发现即使是世界大战也不能击垮股市。

你一定迫不及待地要运用问题一了，但是真正给你带来快乐的是你运用问题一颠覆了为人们广泛接受、谁都不敢质疑的说法。这时你会发现投资者说法的错误是多么地可笑，有些说法甚至应该颠倒过来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六章

6 实际情况恰恰相反



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你错了，而且大错特错

这一章的内容看起来似乎很奇怪，可事实并非如此。我在第五章中深入探讨了问题一，阐明了它如何帮助我们每一个人发现自己持有的错误观点，并找到错误的根源所在。不论在投资理财或是日常生活中，好奇心都是一个人所拥有的最佳武器。假设你正被离婚弄得焦头烂额——当然，没人希望自己会遇到这样的情况。离婚会让人经济破产，情感受到严重打击。如果你在决定迈入婚姻殿堂之前，也用投资的三个问题问问自己的话，也许就不会走到离婚这个地步了。对于即将和你一起生活的另一半，如果你也能进行科学调查的话，事情将有可能是另外一种状况。你不妨问问自己以下一些问题：我的行为准则哪些是错误的呢？我是否可以洞察别人会忽略的事情？我的哪些想法蒙蔽了自己的双眼？我在接受信息时是否存在偏见？我是否也被表面看上去正确的事物所欺骗？我是否过度自信？等等类似的问题。但是一旦你的婚姻走到了离婚这一步，你会发现自己当初对这些问题的回答完全是错误的——只是这与我接下来要阐述的正题无关。

借助问题一，你会发现许多没有事实根据的观点。更有趣的是，你会发现这些观点是如此广泛地被人们采纳、宣传，实际上，人们最终会发现与之完全相反的观点才是正确的。举个例子：联邦预算赤字并不会导致股市崩盘，相反会带动大盘增长。人们普遍相信的都是前者，而很少有人能看到后面这点。许多观点已经不仅仅是错误了，而是完全背离了事实。将问题一与问题二相联系起来，你会发现那些无可争议的说法正好与事实相反。如果你质疑人们确信的观点，你可能会被打上异端的标记，为人们所排斥，但那又如何呢？许多投资者失败都有一个共同的重要原因，那就是他们担心问一些问题会让自己看起来很愚蠢。但是实际上，你应该担心的是那些虚假的信息，以及根据虚假信息推测出来的结果，而不是自己会不会被看成一个怪人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

负债也是好事

从坐在自己的拖拉机上听拉什·林保夫演讲的堪萨斯的农民，到旧金山举着“布什说谎”标语的素食主义者，所有人都会担心国家或自己处于负债的状态，而我们要讨论的，正是这个令人担忧的话题——债务。

在第一章中，我介绍了一个普遍的现象，那就是联邦预算赤字会带动股市大盘上升，而不会使其下降。我给出了数据，但是并没有解释这种现象是怎么发生的和为什么会发生。为了找出这种现象发生的原因，你必须对债务和赤字的概念有更深入的了解，找出一些其他人不知道的信息，并观察人们是如何使用甚至滥用这些信息进而得出错误推断的。

从小我们就被告知负债是错误的，负债越多情况越糟，背负大量债务是十足的不道德行为。在长达几个世纪的时间里，通过发放贷款获取利息在整个基督世界被认为是一项罪行，一些基督徒甚至认为放高利贷等同于谋杀。现代社会（应该说是现代西方社会）一直试图摆脱莎士比亚笔下的夏洛克形象，而回到伊莉莎白时代，那时的观众则不那么挑剔，因为在他们看来，债主都是坏人。

人们厌恶债务是因为在他们看来，最终总有人要为债务和预算赤字买单，因此人们将债务视为巨大的经济负担。

每个人都觉得自己的债务太多，你可以在任何地方——不同的时间、不同的地点——发现这个问题，它几乎成了无可质疑的事实。即使联邦政府负债的时间不会持续到下个“冰河世纪”，但每个人都同意早晚有一天会有人把所欠的债务偿清。欠债是可耻的，股市不会因此上涨，对吗？使用问题一自问，然后看看结果。债务对经济和股票市场真的有害吗？我们真的负债过度了吗？

要回答这个问题，你必须知道联邦政府负债的具体金额，严格地说，是知道债务在美国整个经济中所占的比例。然后你要问一个问题，这个问题是如此简单，以至于从没有人提过。如果你听到了晚间的头条新闻，说美国联邦政府几乎负债5万亿美元，你可能会惊讶得目瞪口呆。5万亿是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个非常庞大的数字。当你见到一个庞大的数字时，你必须对这个数字进行相关思考，并考虑数字所占的比例。

你可能从来没见过表6.1所展现的美国资产负债状态（这张表并非秘而不宣，其中的所有数据都对公众开放，易于获取）。该表反映了2005年美国各种形式的私人和公众债务以及资产流动状况。把该表格左边的资产栏目里的数字相加，我们得知美国2005年的总资产大概有111万亿美元（你可能觉得5万亿美元是个很小的数字了，是不是？这就是数字的相对伸缩性！），再将表格右边债务栏里的数字相加，我们得知2005年美国总共有50万亿美元的外债。像制作所有的资产负债表一样，在资产总额中减去债务总额，就得到了美国的净财富为61万亿美元。

当然，50万亿美元仍是一笔巨额债务，但是111万亿美元的资产数额则更为庞大。衡量债务要考虑债务股本比，就像你在评价上市公司股票时

表 6.1　2005 年美国硬性资产负债总表

资产	（单位：10 亿美元）	债务	（单位: 10亿美元）
现金和等价物	10224	家庭抵押	8683
公开流通股票*	15542	信用卡和汽车贷款	2178
其他法人股	6617	非法人企业债务	2763
非法人企业	9305	非盈利法人债务	5350
固定收入	34625	金融领域债务	12880
总金融资产	76313	储蓄/支票账户	11918
		联邦政府债务	4702
房地产	21648	州政府/本地政府债务	1851
其他不动产	13091	总债务	50325
不动产**	34378		
		净资产	60727
总资产	111051	总债务和净资产	111051
美国收入（GDP）	12766		

*2005 年 12 月 31 日的市面价值。

** 不包括政府拥有的不动产。

注意: 表格中不包括可以通过一对一补偿抵消的资产和债务。属于此类的项目例子是人寿保险单和责任准备金、沙发或洗碗机这种耐用消费品以及养老金待付款与福利。

数据来源：标准·普尔系数及联邦贮备资金账户（FYE　2005）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所做的一样。为了理解债务并衡量它是否是“不良的”，用负债总额除以净财富总值，得到0.83，是我们当前的债务股本比水平。

一个社会负债多少是正常的?

现在我们来讨论一个真正关键的问题，即一个社会负债多少是正常的？根据是什么？

我从来没有听到有人在公共场合询问或讨论这个问题。一个社会拥有多少各种类型的债务才正常呢？大多数人都认为债务越少越好，最好没有——我们知道这种想法是相当愚蠢的。以公司为例，公司管理者无时无刻不在参考负债状态，谨慎地进行投资活动。随着时间的流逝，他们获得了比贷款成本更为丰厚的资产回报，从而使自己的净资产趋于最大化。零负债并不是理想状态，那么理想状态的债务是什么样子的呢？该如何定义？它应该是这样一种状态：再增加或减少债务的额度都会造成不良影响。没人想到要问这是什么样的状态，因为他们认知上的偏见导致他们认为债务永远是越少越好。可能你也这么想，那么运用问题一，看看自己是否有可能错了，这对你总是有好处的。因为在这个问题上你和大家一样，都已经错了。

为了找出何种程度的负债水平是合理的，何种程度的负债水平是不合理甚至是有害的，我们必须重温基本的经济和金融理论，根据这些理论我们得知负债本身并没有坏处，也不是不道德的，更不是经济衰退的信号，而是调控资本的有益并且必要的工具。有人认为债务是“坏的”，是因为我们假定资本本身的无负债状态是“好”的。掌管公司财务首先要做的事就是如何为公司设计理想的资本结构，也就是在公司收支平衡表上保持债务和收益的合理比例。如果你是首席财务官，要想获得最大的投资收益，你就需要为公司设计出最理想的资本结构。尽管对不同的公司这一设计过程是不同的，甚至同一公司的部门与部门之间也不尽相同，但是所得到的合理的负债水平都不为零。大多数公司如果离开了债务调节的杠杆作用是无法实现最大收益这一目标的，对一个社会来说零负债并非理想状态。那么，究竟负债多少才算正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常呢?

无论你是一个掌管拥有1000亿美元资产的庞大公司的首席执行官，还是一个打理五人家庭家务事的母亲，如果付过税以后借债的成本仍然明显低于你深思熟虑后进行的投资所保守估计的预期收益，那么借债就是最佳选择——我认为你不会在这个观点上和我争论。很容易看到，这两者的中间差价就是利润。当借债成本的增长与用基金投资获得的收益增长恰好相等时，就达到了理想的债务股本比。你看到“恰好相等”这几个字就开始紧张，但是如果我告诉你我们的公司通过投资主要产品获得15%的收益，而税前借债成本是6%（也就是说税后为4%），那么此时我们要通过借债来追加对主要产品的投资你并不会反对。你知道我们通过追加投资会赚更多的钱，你也喜欢这样做。但是“恰好相等”仍然令人提心吊胆。

如果你学过微观经济学，一定会记得该门学科中讲到当边际成本等于边际收入（销售额）时可以实现利润最大化——你可以在微观经济学的任何一本入门教材中找到这一观点。由借债产生的利息成本是边际成本的组成部分之一，当由借债产生的边际成本几乎等于用借来的资金进行的投资活动所产生的收益时，就实现了最优化，因为我们把所有可以用来盈利的资本都借来了。

是债务多好，还是债务少好?

如果一个国家的资产回报率远高于其借债成本，就应该借更多的债用来投资，并从中获利，使它的公民更富裕。对于那些徘徊于道德和债务之间的人来说，富裕就是道德的，而贫穷就是不道德的，明白了吗?

到底是债务多好，还是债务少好呢?我们用资产收益来分析判断：如果收益比借债成本高，那么债务越多越好；如果情况相反，即如果资产的收益低于边际借债成本，那么债务越少越好。

我们如何判断美国的负债水平是否合理的呢?很简单，只要比较一下美国的投资收益和借债成本的高低即可。为了统计借债成本，再来看一下表6.1中的债务一栏，你会对不同类型债务的利率有个大体了解。家庭抵押

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的利率大部分是可以减税的，因此这部分成本比你预想的要低。目前期限为10年的抵押，利率在6.8%左右，但是税后大概会降到一半，短期抵押中的利率更低。信用卡的利率极高——在保留期的1个月后会达到17%、19%和23%，可能更高（但是信用卡债务在总债务中占的百分比却比你想象的要低得多，甚至是微不足道的）。还有凭直觉也能知道免税的州和市的债务利率水平也较低。本书中讨论的主要是公司借债利率和联邦债务。把所有债务放在一起，假设所有债务的平均利率为5%～6%是很合理的，允许较少误差的存在，税后它会更低，可能为4%。

是负债不足，不是负债过度

真正重要的是美国的资产回报率，但是如何计算资产回报率呢？实际上很简单，只要用总收入GDP除以总资产就得到了资产回报率。最新数据表明美国的GDP大概是13000亿美元。收入即是“回报”，在计算回报率时，家庭和公司的收入并没有区别。收入越多人们生活得越好，为更多的人谋取更多的收入才是符合道德标准的事。即使你不按以上方式考虑，GDP也是一个税后的数字。这是因为税收是政府收入的部分，也被包括在GDP里。用GDP除以总资产得到资本回报率为12%。

现在我们知道资产的回报率比4%的税后借债成本要高得多，是后者的三倍。因此目前美国是负债不足，而不是负债过度。考虑到政府统计固有的粗略，我们推测平均借债利率实际上还要低一点，或者GDP或者总资产少了一些，对结论影响并不大。因为不管我们的统计出现多大的偏差，借债利率与资产回报率相比总是可以忽略的。

首先，12%的资产回报率是很惊人的。其次，为了充分利用资产，我们需要以某种方式通过某种途径进行投资，直到借债利率上升或资产回报率降低使两者几乎持平。在这一过程中，我们需要更多的债务，因为我们是负债不足的。以美国目前的状态，负债是越多越好，美国所承担的债务风险也不够。如果借入大笔债务，政府就会为了缓解压力而想办法提高利率。如果买入足够多的资产，政府就会进行更多的投资活动，最终资产回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报率将会降低。政府在为自己的公民实现了利润和财富的最大化之前，经济上是处于负债不足的、亚理想的状态，并且会因让公民失望而在道德上产生挫败感。这与你所学到的知识完全相反，所以你并不相信。

负债带来的好处

标准 · 普尔 500 指数的上榜企业的平均债务股本比为 172%，是美国企业平均债务股本比83%的两倍还多。有人认为通用公司是全球运营最成功的大型公司，或者就此而言，任何性质的机构至少都是相当好的。在写作本书时，通用公司是全球第二大股票发行公司，它的债务股本比达到339%。如果通用公司没有达到它的理想债务股本比水平，那它就难逃破产的厄运。前文已经说过通用和其他公司都理性地使用债务，优化资本结构，实现利润最大化。

你可能会说："我在理论上认可有关公司债务的以上说法，对于通用公司或者一般公司通过借债兴建工厂来获取更多的利润的做法我也没有异议。但是白痴的消费者与同样白痴的政府（后者会比前者造成糟糕得多的后果）不能这样使用债务。"

你有异议的原因是你将债务看做海洛因，这就像打电话给信用卡公司要求提供更高的信用额度来购买更多的海洛因一样，或者为购买苹果的iPod播放器而挥霍掉不多的借款。多么愚蠢的想法！但是许多人宁愿沉迷于毒品，也不愿意去理解政府负债的意义。政府的总负债额越是在增长，人们就越讨厌市政当局的债务。人们认为联邦政府比州政府愚蠢，州政府要比市政府愚蠢。为了更好地理解政府负债和为痴迷的事物负债有什么异同，让我们再一次从公司债务开始说起。假使你是一家处于平均经营水平公司的首席执行官，你的公司在BBB的标准和不良评估榜上也处于中等位置。在2006年中期，你的公司可以得到年利率为6%的10年期贷款。为了在产生额外收入的同时偿还这笔债务，你必须使公司的资产回报率高于税后借款成本。假设你的公司税率为33%，那么公司6%的借债利率在税后将变为4%。如果你认为自己在一个较长的时期不能为公司带来超过4%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的回报率而使公司盈利，那么首先你将会让出首席执行官的位置，然后公司的董事会将解雇你。所以如果你兴建了一个工厂，发布了一种新产品，或者做了比如达到12%回报率这样能产生收入的任何事——但必须是回报率显著高于4%的任何事——你绝对有道德上的义务为你的股东以及客户和雇员借更多的钱，来投资创造财富。这时借债对每个人来说就是好的，正确的，合乎道德标准的。

我举一个有关债务和公司操守的例证。假设你是一名首席执行官，公司股票的市盈率指数为16，处在6.25%的盈利率水平（市盈率的相反状态就是盈利率）。这是税后的比率，因为市盈率指数是按税后计算的。假设你借了利率为4%的税后债款，用来买自己的股票，减去成本以后每股仍然能获得收益——2.25%的利率，为你的股东们赚了钱。只要利润不降低，这个投资项目就是稳赚不赔的生意，对于你来说，这是从道德角度应该做的事，否则就是不道德的。但也许不是！也许这些借款有更好的用处，比如你可以用它来兴建一个工厂，获得15%的利率。只要你有足够的机会来创造利润，使得收益高过借债成本，那么你就一直借下去。我相信这对你来说属于理性思考后的选择，你并没有被社会对债务的一般看法所束缚。

我们都能理解这样利用债务可以为添置公司设备、扩大公司规模提供资金；可以使股东持有的股票增值；可以使公司拥有更好的前景。

另一方面，公司则可以以更具竞争力的价格为消费者提供更好的商品和更优质的服务，使消费者受益。不要忘了由于利润的增长，雇员可以涨薪水、获得更好的福利待遇以及其他种种好处。多么美好！

债务连锁效应

银行、吸毒者、零售商、毒贩及政府

让我们把目光转向那些为购买苹果公司iPod播放器和吸毒而贷款的借债者和与其有类似愚蠢行为的政府。当银行对外提供一笔贷款时，银行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金的数量将会增长。银行资金数量随着贷款数目的增加而增加。银行对外提供了一笔贷款，就像在空气里凭空印刷了一笔钞票。简单地说，每笔贷款都具有“倍加效应”。在美国，一笔新的贷款所产生的资金，在第一年里将被转手六次。

对于一个吸毒者，当他厌倦了自己的老式iPod播放器，想买一个更先进的iPod播放器时，愿意借钱给他的银行家是愚蠢的。到底有多蠢？从银行家那里拿到钱他就到毒贩那里买海洛因，或者到iPod零售商处买iPod播放器，钱就这样轻易地被转手了。iPod零售商是理性的，吸毒者付的钱一部分成为他的利润，利润中的一部分要用于缴税，一部分用于从苹果公司购入ipod播放器充实库存，还有一部分用于养家糊口，这些做法一点都不愚蠢。这是贷款资金产生出来以后六次转手中的第二次。在第一年结束前，这些钱还要被转手四次。钱在第一次愚蠢地被转手之后，剩下的五次都发生得很平庸。

吸毒者借来的钱如果没有付给iPod播放器零售商，就是进了毒贩的腰包。显然，这中间不存在消费税，因为毒贩还没有这么愚蠢，否则他早被关进监狱了。毕竟，美国囚犯里人数最多的就是那些愚蠢的毒贩，仍然在街头贩毒的是狡诈而不会被抓住的毒贩。

这些比一般人聪明的毒贩也像iPod播放器零售商一样把赚来的一部分钱用于进货，剩下的也用在养家糊口等日常生活方面。比如他会在服装店买衣服，而服装店主会继续把钱花在日常生活方面。服装店主也许在本地种植作物的农民那里买些产品，这些人也会把钱花在很普通的地方，也许用来买一件T恤衫。毒贩可能还雇用一些人替他跑腿，他也要给这些人发薪水，支付健康保险金。以上都是贷款资金被用于普通花销的例子，第一年中大概要发生四次。

当银行贷款给个人时，即使此人是一个为了购买苹果公司iPod播放器和吸毒而贷款的借债者，“倍加效应”也会确保贷款在第一次愚蠢地被花费后，被用于正常的地方。当有些人（或有些公司——或者任何人）花钱消费时，他们的钱只会流向为数不多的几个不同接收者：公司/商业实体、另一个人、政府或是某慈善机构的。情况就是这样。当然，一般来说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人们不会借钱来捐助慈善机构，但这种情况确实存在！慈善机构拿到钱后又用在购买婴儿奶粉、灯泡、建立债务保险、职业培训或其他方面，同样地，钱在第一次转手后也用在了正常的方面。

所以当为购买苹果公司iPod播放器和吸毒而贷款的借债者花掉了贷款时，结果不如通用公司将贷款用于工厂的扩建那么做理想。但是他们的钱第一次被消费以后，其后的消费情况都差不多——花费的去向完全一样。如果你和我个人借债然后将其花掉，平均来说只比那些为购买苹果公司iPod播放器的吸毒借债者的六次花费理智一点（也许是比其中的某一次理智），只比通用公司贷款建设一个工厂来盈利的做法笨一点：唯一不同的就是钱首次花费的去向，或者只是其中的一部分不同。只是第一次！愚蠢的政府贷款情况也是如此。

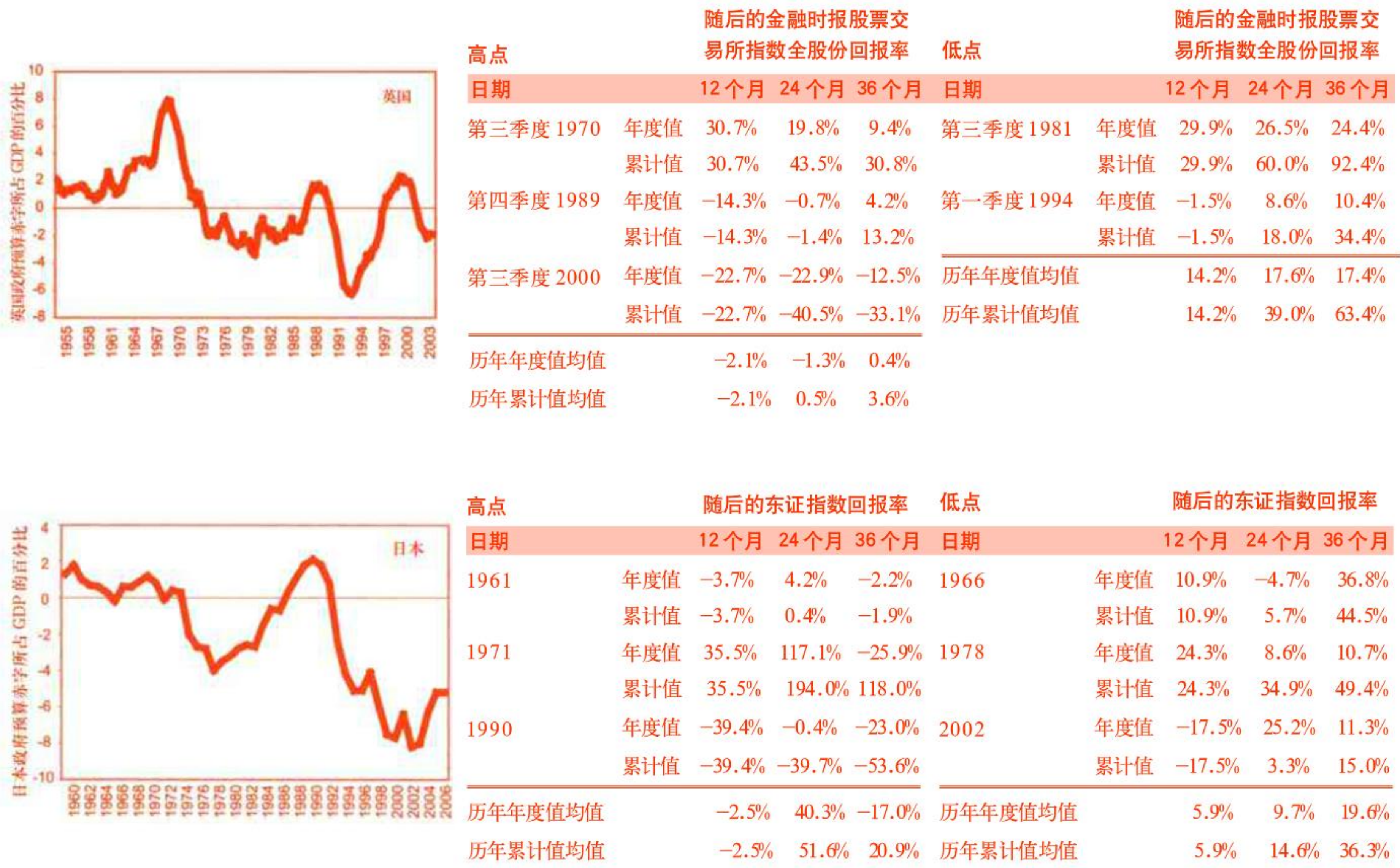
这只是我的个人意见，但我确实认为不同的政府大体上都是些愚蠢的花费者。可是他们的愚蠢花费措施并没有造成非常糟糕的结果，因为接下来他们的五次正常花费做得不那么坏。我可以断言，即使政府愚蠢，这也是好事而非坏事，因为政府只有六分之一的行为是愚蠢的，而余下的都属正常行为。政府最初的愚蠢行为只比他们在正常状态下有效地完成首次花费少一点点的经济活力和收入。

没错！他们把钱用来建设桥梁、水坝和道路，或者为想要海洛因和苹果iPod播放器的贷款者提供烈酒，这些看起来无论多么愚蠢的资金流通都只能被有限的几种方式花费，要么花在政府雇员（个人）、卖主（基本上是公司但有时是个人）身上，要么支付给个人、公司、慈善机构或其他的政府实体。

他们能做的唯一其他选择是在国外把钱花掉，事实上这和到国外度假消费没什么区别。这会将资金带出美国，但你应该从全球的角度出发来考虑，这样做就对全球经济做出了贡献。当钱花费在另一个政府实体时，就像联邦政府把资金交给你所在的州政府，州政府又把钱交给你居住地区的市政府那样，经历着同样的过程。所有的市能做的都是一样的事情：花费在个人、商业实体、慈善机构或其他的愚蠢的政府上——不存在其他的选择。然后收到钱的人又正常地、按照一般方式把钱再花掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

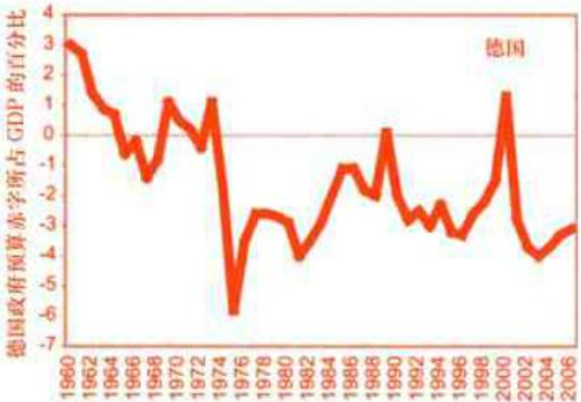
图 6.1　预算赤字有利于股市



高点		随后的金融时报股票交易所指数全股份回报率			低点		随后的金融时报股票交易所指数全股份回报率		
日期		12 个月	24 个月	36 个月	日期		12 个月	24 个月	36 个月
第三季度 1970	年度值	30.7%	19.8%	9.4%	第三季度 1981	年度值	29.9%	26.5%	24.4%
	累计值	30.7%	43.5%	30.8%		累计值	29.9%	60.0%	92.4%
第四季度 1989	年度值	−14.3%	−0.7%	4.2%	第一季度 1994	年度值	−1.5%	8.6%	10.4%
	累计值	−14.3%	−1.4%	13.2%		累计值	−1.5%	18.0%	34.4%
第三季度 2000	年度值	−22.7%	−22.9%	−12.5%	历年年度值均值		14.2%	17.6%	17.4%
	累计值	−22.7%	−40.5%	−33.1%	历年累计值均值		14.2%	39.0%	63.4%
历年年度值均值		−2.1%	−1.3%	0.4%					
历年累计值均值		−2.1%	0.5%	3.6%					

高点		随后的东证指数回报率			低点		随后的东证指数回报率		
日期		12 个月	24 个月	36 个月	日期		12 个月	24 个月	36 个月
1961	年度值	−3.7%	4.2%	−2.2%	1966	年度值	10.9%	−4.7%	36.8%
	累计值	−3.7%	0.4%	−1.9%		累计值	10.9%	5.7%	44.5%
1971	年度值	35.5%	117.1%	−25.9%	1978	年度值	24.3%	8.6%	10.7%
	累计值	35.5%	194.0%	118.0%		累计值	24.3%	34.9%	49.4%
1990	年度值	−39.4%	−0.4%	−23.0%	2002	年度值	−17.5%	25.2%	11.3%
	累计值	−39.4%	−39.7%	−53.6%		累计值	−17.5%	3.3%	15.0%
历年年度值均值		−2.5%	40.3%	−17.0%	历年年度值均值		5.9%	9.7%	19.6%
历年累计值均值		−2.5%	51.6%	20.9%	历年累计值均值		5.9%	14.6%	36.3%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



英国的数据按季度计算；德国和日本按年计算

高点		随后的达克斯指数回报率		
日期		12个月	24个月	36个月
1969	年度值	19.1%	–21.5%	9.3%
	累计值	19.1%	–6.5%	2.2%
1977	年度值	13.1%	10.3%	–8.4%
	累计值	13.1%	24.7%	14.1%
1989	年度值	37.1%	–14.7%	4.7%
	累计值	37.1%	17.0%	22.5%
2000	年度值	–9.9%	–17.9%	–39.9%
	累计值	–9.9%	–26.0%	–55.6%
历年年度值均值		14.8%	–11.0%	–8.6%
历年累计值均值		14.8%	2.3%	–4.2%

低点		随后的达克斯指数回报率		
日期		12个月	24个月	36个月
1967	年度值	38.0%	16.1%	19.1%
	累计值	38.0%	60.2%	90.7%
1975	年度值	35.6%	–4.6%	13.1%
	累计值	35.6%	29.3%	46.2%
1981	年度值	3.5%	20.6%	39.3%
	累计值	3.5%	24.8%	73.9%
1996	年度值	22.1%	40.8%	15.5%
	累计值	22.1%	72.0%	98.7%
2003	年度值	37.6%	8.5%	28.2%
	累计值	37.6%	49.2%	91.3%
历年年度值均值		27.4%	16.3%	23.0%
历年累计值均值		27.4%	47.1%	80.2%

数据来源：托马森金融数据公司，国家统计办公室

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

五次。

所以，如果一个社会处于借债不足的状态，就意味着它和美国现在的状况相比，资产回报率远高于借债成本，这时如果借债会使社会状况变得更好——即使第一次花费比其余的花费要愚蠢，甚至蠢得不可救药，社会状况也会向更好的方向变化。为什么呢？因为余下的五次花费会是正常的，会使经济受益；而贷款如果没有被愚蠢地花费，这种情况就不会发生。越多的资金被消费、交易、投资、买卖或用于其他的任何途径，不论其第一次花费是否愚蠢，最终的花费、交易和投资都会使经济受益，为更多的人提供更多的财富，并使股票市场的回报率上升。

我在第一章已经介绍了这种情况，你可以翻到第一章再看一下图1.6，你会看到在预算赤字达到顶峰后，接下来的年份里市场状况要明显好于预算盈余后年份的市场状况。在预算赤字的年份，我们在负债不足的同时借债，这样就接近了理想的债务水平，因此，未来的收入和财富会更丰厚。在预算盈余的年份，我们虽然处于负债不足的状态，但依然继续减少债务，离理想的债务水平越来越远，收入会越来越少。

如果你还不相信，请再次翻到第一章，查看一下表1.2，你可以看出美国在预算赤字及盈余峰值年份后的股市实际回报水平。

表1.2中的数据相当清晰地表明：在赤字峰值（图1.6里的凹点）后的年份，12个月后市场的平均回报率是22%，36个月后到达到36%。在收支几乎平衡的盈余年份和盈余峰值年份，结果要糟得多，12个月后市场的平均回报率低于1%，36个月后也仅有9%。你可能喜欢更高的回报率，也许不会。

请记住，如果在美国联邦预算赤字出现峰值意味着股市将进入牛市，那么这一理论在其他西方发达国家也成立。事实确实如此。图6.1表明相同的现象在全世界所有的发达国家都会发生，从这张图中你可以看到：在其他发达国家里，高预算赤字意味着良好的股市回报收益，预算盈余意味着较差的股市回报收益。预算赤字使这些国家的资本结构更接近理想状态，反之亦然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

竟然不是道·琼斯指数!

让我们以另外的方式考虑这个问题，并从中找点乐趣，然后回到最初的问题“负债是不好的吗”上。联邦债务是政府以预算赤字状态运作积累的结果；如果统计过程相似，那么州与市的债务产生过程也类似。让我们从最庞大的政府——美国联邦政府开始，讨论为什么它的预算赤字和由此而产生的债务会带来良好的股市回报，而盈余预算则带来麻烦。如果简单地把美国政府看成一家公司，公司的首席执行官利用经济杠杆原理来刺激预算增长，没人会反对首席执行官这样做，没人会聚集到街上，举着写有“我们的子孙将会为通用公司挥霍造成的债务买单”的标语游行。

图6.2给出了历年美国联邦政府的未偿贷款总数（包括社会保障系统的那部分）除以GDP的数据。现在，联邦政府这样的债务占GDP的65%。

与我们的理论相一致，和联邦政府现在的债务水平类似的年份（比如1942年、1956年和1992年）股市和经济状况表现良好，所以联邦政府现在的债务所占GDP的百分比并不意味着联邦政府过去的预算有问题。事

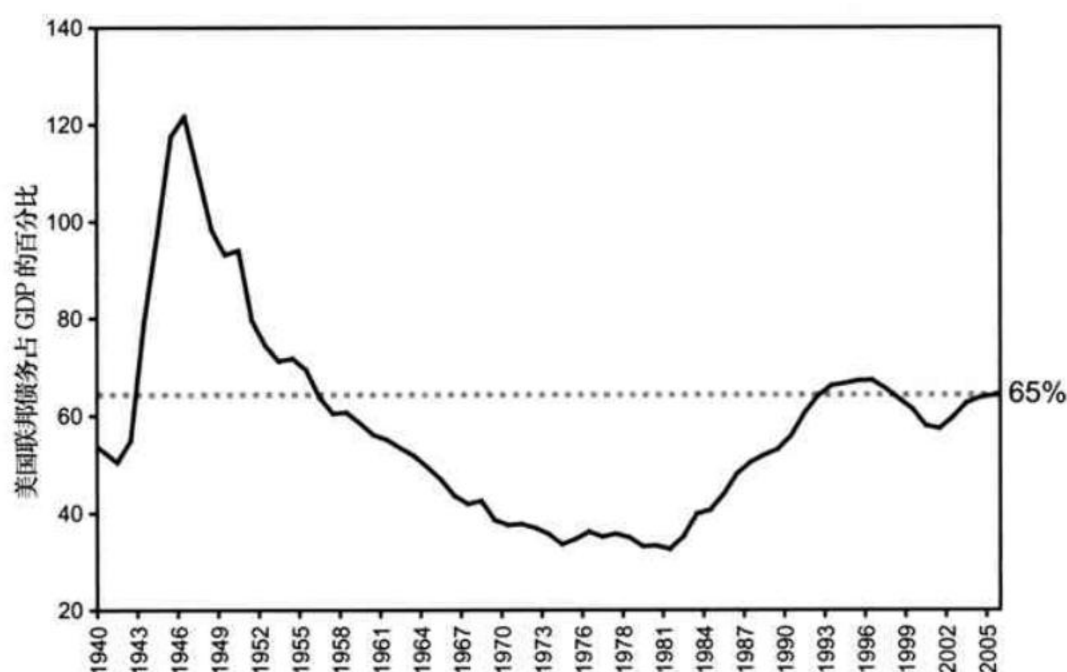


图6.2 联邦债务占GDP的百分比
数据来源：白宫

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实上，美国现在的债务仅仅是第二次世界大战中期时的一半，即使在那时美国也顺利地渡过了经济困难期。

你曾经听人说起过1965～1981年股市极度低迷的著名的17年吗？那时人们常能听到一些看上去很有知识的人宣称1965～1981年的股市走势将是平稳的。

他们在宣扬这种观点时，忽略了计算回报率时要使用道·琼斯工业平均指数，在第四章中我已经说明了用它来衡量经济现状是完全错误的。如果用标准·普尔500指数作为计算美国股市回报率的合理标准，这些年美国股市的年度总回报率为7.7%，必然低于平均回报率，但它仍然是正值，和平均回报率的差值并不是很大。即使这样，对大多数投资者来说，在几乎长达20年的时间里这样低的回报率是让人难以接受的。这种情况发生的部分原因是因为回报的大部分来自于股息分红，而非股票升值，债务在GDP中所占的百分比降到你一生中的最低水平，正是这些令人难以忍受的低于平均水平的回报率在左右着股市的形势。减少债务在GDP中占的比重并不是好事，因为负债不足是不良状况，市场知道这点，会作出相应反应。

在美国历史上是否出现过没有政府负债的时期呢？你这样问是因为你觉得债务是20世纪的产物——很多人也这么想。但是，答案是“没有”，除了19世纪30年代中期，联邦政府长期负债，而那段时期的无负债是由于安德鲁·杰克逊用卖出西部土地所得的黄金偿还了政府债务。要想了解他还清债务后所带来的灾难性后果，我建议你阅读我写的另一本书——1987年出版的《华尔街的华尔兹》。安德鲁·杰克逊偿还债务的后果极为严重——发生了臭名昭著的1837年经济大恐慌，以及1837～1843年的经济萧条，后者是美国历史上规模最大、持续时间最长、后果最严重的三次经济萧条和股市崩溃的其中一次（另两次分别开始于1873年和1929年）。有史以来联邦政府还清债务就没有促进过股市繁荣或者经济发展，因为在负债不足的情况下，这种做法是错误的。

再来回顾一下第一章表1.2所显示的克林顿总统开始偿还债务后带来的后果：三年低迷的股市熊市，是美国历史上第四大严重的熊市。具有讽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刺意味的是，并不是只有美国人才这么做，同一时间，全欧洲也在进行着相应的债务清理，结果重蹈美国的覆辙，导致了一个世纪以来全球第二大熊市的出现。

需要有人来偿还债务吗？

有些人被联邦政府多年的负债吓破了胆，摇着头造谣说我们现在是在损害未来几代人利益的前提下贪婪地为自己牟利，他们担心总有一天我们的子孙要清偿所有的债务。

在此提出另一个问题：我们是否一定要清还债务？以前联邦政府清偿债务产生了严重的后果。如果我们有能力承担债务（我们确实有这个能力），并且通过这些债务得到了很好的回报（我们也确实得到了），那么就不需要把现金浪费在减少债务上。只需要把旧债卷起来放在一边。回报增多意味着增加更多的债务，就像之前所说的，在负债不足的情况下，应该通过增加债务来增加资产总净值。债务对股市和经济都不是坏事，事实上，正好相反，债务是好的、对的、重要的，联邦政府还在向理想的负债水平努力。人们不应该担心、丑化并试图减少美国的联邦债务。

别误解我的意思。我一点也不喜欢政府的做法，我非常乐意看到政府的花费在GDP中所占的百分比显著减少。我已经告诉你我认为政府是非常愚蠢的花费者，实际上我几乎反对政府的每一个做法，但我并没有明显地表示我的态度，因为政府的做法会减少债务！

我反对政府的做法，因为在我看来，政府的大多数行为都是不利于资本化的；而对我来说，所有的好事最终都是资本化带来的。所以政府活动的减少实际上是减少了反资本化的活动，这是好事。

所以，在负债不足而非负债过度的情况下，我们还应该再增加多少债务（按美元计算）呢？对于这个问题的答案我找不出任何线索和根据，只能猜测：借贷成本上升的同时资产收益在下降，当两者抵达同一水平时所增加的债务就是我们应该再增加的债务数额。但数额究竟是多少呢？回头看一下表6.1的资产负债表，你会发现当前联邦政府的债务数额为50万亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元。如果债务带来的收益也按同样的比例增加，那我推断现在我们可以很轻松地处理两倍于此的债务——两倍的政府债务、两倍的公司债务、两倍的个人债务等等。这可能会使借贷成本和资产回报率都接近8%，我的估计可能会有偏差，这只是我的猜测罢了。

降低的储蓄比率和人性的衰退

新闻媒体热衷宣传的另一个假象是“美国人是挥霍无度的消费者”，将美国人描述为肥胖、懒惰、在过度负债中自我沉迷、深陷信用卡债务的泥潭，拒绝将自己的收入放进银行储蓄，徘徊在破产的边缘。多么耻辱啊！这正是“法国人眼中的美国人”。你我应该被这样指责吗？让我们借助问题一来讨论。

现在你应该可以轻而易举地指出信用卡债务数额庞大是不符合事实的。翻到第一章再看一下表6.1的美国资产负债表，全美国的个人债务共有2万亿美元，但是个人债务不仅包含信用卡债务，也包括汽车贷款。人们需要开车去上班挣钱，然后购买日用品；汽车贷款是免息的，我们不必为之苦恼。个人债务仅仅占全美债务的4%，余下的公司债务、抵押债务以及其他形式的债务并不会影响到你的个人预算。进一步计算，全美国的个人债务只占美国净资产总额的3.6%。我决不会称这样的情况为“深陷”。当然，我并非在怂恿你走进雷门·马可斯专卖店，把自己的信用卡刷干净，但是至少我希望你不要为信用卡债务阻碍经济发展而担忧——因为事情并不像你想象的那样。

但是懒散的我们不愿将收入存入银行却是个严重得多的问题。没有储蓄我们如何消费、投资，如何推动市场和经济向前发展呢？由商业部公布的个人储蓄比率在过去20年中不断降低，如今储蓄比率已经变为负值（我相信你一定听到过这是经济濒临崩溃的预兆的说法），说明美国人没有储蓄，而是在不断消费。我们没有储蓄！较低甚至是负的储蓄比率与高负债相结合，最终会把我们推至悬崖边缘（这是许多被误导的人的看法）。如果我们不储蓄，同时不断花费，股市一定会直线下降，是吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果没人储蓄，就没人投资了，对吗？不对！这种看法完全错误，大错特错！

现在我们再提出一个问题：低个人储蓄比率会对股市造成负面影响吗？接下来是问题二：政府计算出的储蓄比率真的重要吗？真的预示着什么吗？或者说，这样计算得到的低的甚至是负的利率实际上并非是坏事，而是有好处的？(我希望你能从一个问题出发提出更多的问题，每个问题都会为你的市场策略提供进一步的参考依据。)

在开始估算储蓄比率这一问题时，让我使用一下我最爱玩的小把戏：从全球角度出发考虑。美国在过去20年里经历了个人和公司的净资产都呈爆炸性增长的经济形势，使得“储蓄资金”消失得无影无踪；与此同时，日本的个人储蓄比率极高，但却经历了长时间的股市和经济萧条的困扰。仅仅从这一简单的观察出发，可能有人会总结说有关储蓄比率和经济发展的某种观点是错的。是什么造成日本的个人储蓄率高经济反而萧条，美国个人消费水平高经济却繁荣呢？

首先，个人储蓄比率数据并不反映任何事实情况。通常情况下，政府公布的宏观经济数据如GDP、消费物价指数、工业价格指数、失业人数等都不够精确，所以你不该将它们与股市状况联系在一起。收集数据的方法和指数的建立手段远未成熟，包含了大量假设、总体估计和使公司账目在比较中看起来精确的会计学手段(公司账目本身就是粗略不精确的)，因此这些指数都是粗略的。这些数据在最终公布前会被修改很多次——即使这样这些数据也是不精确的。阅读政府公布的经济数据不但没用，反而有害。

官方公布的储蓄比率是绝妙的“多余”计算——政府视为“个人可支配收入（税后)”和“个人消费支出”的差额。让我们看一下这个数据的计算过程。

太奇怪了

个人收入包括雇主发给雇员的养老金和保险基金，但是要除去这些基金带来的收益。退休的人从养老金里得到收入，但是美国政府并没有把这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔钱算做他们的收入。不把这笔巨额收入包含进官方储蓄比率的计算是毫无道理的，但是事实就是如此。当你交了钱，会减少储蓄；当你把钱取回来，却不算做收入——美国政府的计算方法正是如此。这是奇怪之一！

个人消费支出包括为“物主所有非农业住宅空间出租”支付的费用，也就是房屋所有者自己支付给自己租用房屋的费用。这简直是纯粹的虚假新闻！但是以2005年为例，全美国的个人储蓄总额，因此一共减少了9630亿美元——这一数额是用于伊拉克战争军费开支的数倍，而军费开支的数额就已经令人忧虑了。作为比较，全美国真正的租房者支付的房租总额是2570亿美元。一般来说，房屋所有者因为他们拥有并生活在自己的房子里，就把收入支付给自己，因此，一定有比计算出的个人储蓄额更多的现金可以用于储蓄。奇怪之二！

再次，也是最不可思议的，官方统计的储蓄并不包括资本收益，而这正是美国人的储蓄方式。在个人储蓄额逐渐降到零的同时，家庭所有的总资产净值节节攀升。这主要是证券和房地产价值增加的结果，尽管政府的统计数据表明很少或没有当前个人收入被用于储蓄，美国家庭也会变得更加富裕。图6.3表明储蓄比率的降低与单位资本净值的增长有部分重叠，

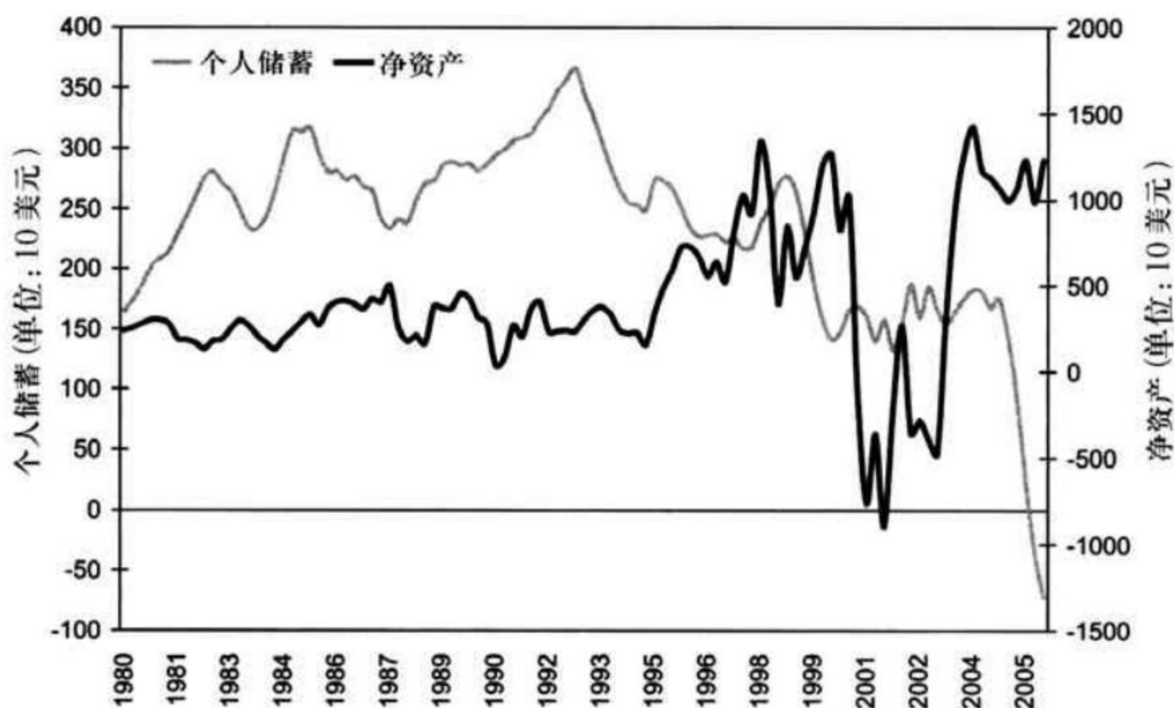


图6.3 个人储蓄比率和家庭所有净资产间的关系
数据来源：联邦储备，经济分析局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

清楚地揭示了低的（或负的）储蓄比率并没有对美国人的资产净值造成负面冲击。奇怪之三！

美国人"储蓄"的主要目的是获得资本收益。美国最大的个人储蓄者、号称世界首富的比尔·盖茨，拥有超过500亿美元的资产，在2006年福布斯全美400富豪榜和福布斯全球富豪榜上均名列榜首。他所有的财富基本都来自他创建的微软公司，我们都知道这个曾经名不见经传的公司如今价值连城。根据储蓄比率数据，比尔·盖茨一生中都没有储蓄任何资金，唯一有可能算作他的储蓄，是微软公司派发的部分股息分红以及他相对微薄的60万美元年薪的一部分。他的500亿美元资产的绝大部分从未被储蓄起来——这是事实。他为慈善机构捐款所花的钱按照官方标准都是没有被储蓄过的。通过从不"存款"的方式，他成为世界首富。他所做的就是创办一个公司，然后把利润和现金投入到公司下一步的发展项目中去（大多数人会考虑把它们存起来），所以即使他控制着公司，在官方统计上这些资金也不算做储蓄。

与比尔·盖茨先生相比，我只是个贫穷的商人，资产仅比他的五十分之一的资产多一点。但是，储蓄比率数据也表明我从来没有储蓄——因为我拿很少的薪水（比比尔·盖茨少多了），并把它全部投入到公司的发展项目中了。大多人认为我这么做实际上就是把钱存起来，但政府可不这么认为。

1956年，有人以1万美元的价格在加州买下一套房子，到了2006年，房子升值到150万美元，那些官员对此却绝口不提。实际上美国人的储蓄很多，可能有着世界上最高的实际储蓄比率。但是因为这些储蓄基本上都以资本收益为目标，在政府公布的奇特的官方储蓄比率中从来得不到任何反映。媒体永远不会向你解释这些，因为它没有炒作价值。奇怪之四！

不久，当生育高峰时期的那一代人退休了，将有可能出现长期的负的个人储蓄比率。这不应引起你警觉，也不意味着你必须赚更多的钱来弥补，而仅仅表明个人储蓄比率并不能反映你希望它反映出的情况。下次当你再为储蓄比率担忧时，你应该觉得这种担忧可笑——杞人忧天总是很可笑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常项目赤字

也许负债和预算赤字是没问题的；也许我们甚至需要更多的债务；也许人们实际上是在把自己的资金用于储蓄。但是还有其他引发投资者担忧、更值得关注的赤字——主要是交易和经常项目赤字（收支往来项目赤字）。经常项目赤字主要由贸易逆差造成，所以让我们先来看看贸易逆差。2005年美国的贸易逆差是7170亿美元（这几乎是天文数字），将人们吓坏了，尤其是那些担心美元表现疲软的人。人们不认为贸易逆差是合理的，都想将它扭转过来。你不会经常听到有人说不必担心贸易逆差，如果你在公开发表这样的言论，会被人们嘲笑。在此我提出问题一：贸易逆差真的会对我们的经济、股市和美元造成负面影响吗？我再提出问题二：有没有可能贸易逆差不但没害反而有益呢？如果这样的可能性存在，那么它是如何发挥作用的呢？

贸易逆差有害，贸易顺差有益吗？

这里又有一个似乎是从常规思考分析中产生的投资思维——确信偏见，这是系统思考能力的缺失（所有的错误都可以通过问题三被发现）。贸易逆差似乎意味着美国的进口支出大于出口，资金在流失。对贸易逆差感到惊恐的人们把它看成结果为零的一场规模巨大的比赛——如果支出多于收入就输掉了比赛。按照这样的逻辑，因为贸易逆差是难以维系、会造成人们破产的，所以它对经济就是有害的。把美国比做一个巨大的五金商店，可控制的贸易逆差也是有害的。如果每个人都这么糊涂，资金就会全部流到国外了。你希望自己的五金商店卖出的商品（螺母、螺栓、钻头等）要比买进的商品（电脑、员工休息室的奇多果汁等）多，否则你的五金商店就将面临破产的窘境了。

但是，按这种思路思考的人犯了几个认知上的错误。如果你从全球的角度出发考虑，你将发现贸易逆差对于整个世界是毫无意义的。注意：没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人关心蒙大拿州（或者加利福尼亚州、纽约）是不是在和其他州的贸易中处于逆差的地位。所以显而易见，从全球的角度来看，国家间的贸易是顺差还是逆差都无关紧要，作为一个整体它是平衡的。在发达国家中，全球范围的贸易顺差和逆差并不比蒙大拿州和纽约之间的贸易逆差重要。

美国有经常项目赤字、预算赤字和债务，有些国家则一项也没有，还有些国家的贸易处于巨额盈余状态。如果赤字的影响是负面的，那么美国以及许多其他国家股市的大盘走势图应该是锯齿状的。在外国股市大盘持平或一路看涨的情况下，美国股市应该暴跌。可事实并非如此。

自1926年以来，美国股市有47年大盘上扬，外国股市也在上涨。有多少次是外国股市保持增长而美国股市持续暴跌呢（跌破10个百分点）？并不多，只有三次。在过去的25年中，什么时候我们遭遇了巨额贸易逆差和经常项目赤字呢？一次也没有！几十年前，市场之间关联并不大，但是近些年，各种赤字迅速增加，不同国家的市场表现开始变得相似。当经济开始为市场所主导，不同国家的股票市场表现将越来越相似，这一点在图6.4中可以得到证实。



图6.4 美国及其他国家的股票市场走势图
数据来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图6.4清楚地表明了1929～2005年美国和其他国家的股市走势，尽管不完全相同，但是变化方向基本吻合，有时变化幅度也一样。

让我们稍微思考一下其中蕴含的道理。一旦你看出美国股市可能带动或延缓其他国家的股市变化，并且基本不会与美国的股市变化方向有大的偏离，你就能明白对于全球股市来说贸易是否平衡是没有关系的。如果贸易逆差对美国的经济和股市是有害的，按这个逻辑，贸易顺差应该有益于美国经济和股市。那么如果贸易顺差有益于美国经济和股市，那么其他西方国家出现贸易顺差应该对这些国家的经济和股市也是有益的。

只要从全球市场考虑，上面的逻辑体系就会立刻崩溃。世界各地都认同贸易平衡的说法。为了令人信服地说明美国贸易逆差会导致全球股市走低，必须首先说明贸易逆差造成的负面影响比贸易顺差带来的正面影响程度更深。到目前为止，从来没有人公开提出过这样的看法，更没有人对这一看法做出经济学理论上的解释。在认识到对于全球来说不存在贸易顺逆差之前，人们对全球股市的认识只是简单地停留在“全球股市都在走低”的阶段。

想想巨额贸易逆差对我们的生活造成的影响。事实上贸易逆差真的对美国股市和经济造成不良影响了吗？这就是投资者在面对巨额数字时忘记要从它所处的范围出发思考而犯下的另一个认知错误。我们的贸易逆差数额的确巨大，但是我们的经济体系也同样庞大，是世界最大的经济体系。图6.5展示了1980年以来美国贸易额占GDP的百分比，这种量度方法是正确的。美国始终保持着贸易逆差，尽管贸易额在GDP中所占的百分比有时大有时小，没有规律。

如今美国的贸易逆差占GDP的比例大概为5.8%。就此我们提出一个问题：对于美国的经济和股票市场，这样的贸易逆差已经严重到不能承受的地步了吗？或者，借助问题二：巨额贸易逆差能否代表健康的经济、良好的金融体系，并不是未来经济崩溃的预兆？

没错，自从1980年以来美国的贸易逆差显著增加。在过去的25年里，美国的经济几乎始终处于增长状态。事实上，在这些年里，美国的经济增长速度几乎超过整个西方世界。自从1980年开始产生持续的贸易逆差以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

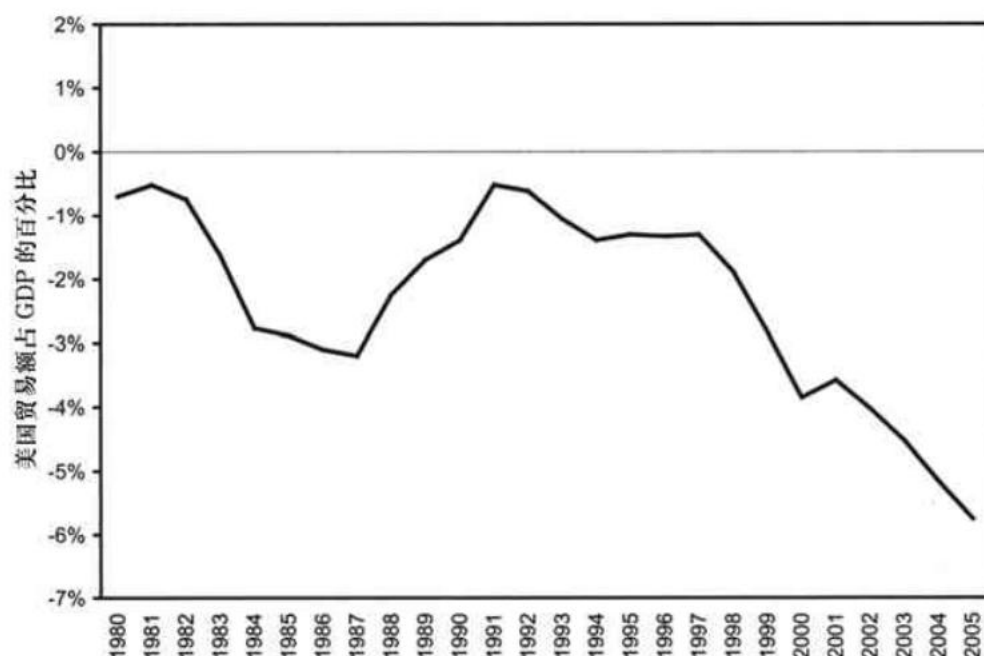


图 6.5 1980～2005 年美国贸易额占 GDP 的百分比
数据来源：美国统计局

来，美国的年实际GDP增幅在3%左右，年市场总回报率大概为13%。如果贸易逆差真是有害的，市场回报率应该更糟，GDP的增幅也不该居于世界前列。现在的情况是，我们的经济状况令其他发达国家嫉妒。

所以，也许像我们这样的贸易逆差是件好事，这有可能吗？批评家会对此发表意见：首先，他们会说贸易逆差现在还没危害到我们的经济，但是危害是存在的，只是没表现出来，到了将来会有一天突然爆发严重的经济危机。但是究竟什么程度的贸易逆差额会引发经济危机呢？到目前为止，我从未听人提出过这一关键问题，从来没有人对为什么这是问题的关键所在进行过基本论述。其次，有些人也许会勉强承认贸易逆差所造成的危害并不足以使经济增长减缓或停止，但是他们会问：如何知道贸易逆差消失后经济增长的变化情况呢？如果没有破坏性的贸易逆差，经济增长可能会更为迅速。

以英国为例，其市场表现很好，货币比美国的更坚挺，实际上可以说英镑是近几十年世界上最坚挺的货币。与英国相比，贸易逆差会对美国的经济造成损害。

但这样的观点完全是错误的。如果计算英国的贸易逆差、贸易平衡等在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GDP中所占的比例的话，几乎和美国的数据完全一样，所以英国的经济状况实际上可以作为对美国经济状况的量度。在20世纪80年代早期，英国的贸易转为逆差，数额与其GDP的比例几乎与美国相等，图6.6反映了这一情况。英国的现行贸易逆差（按同样的方法计算）大约占GDP的5.5%，比美国的略低，但他们的经济水平和股市表现也和美国一样好。自从1984年贸易转为逆差以后，英国的股市平均年回报率为13%。巧合的是，他们的经济也一样健康，从1984年到现在，GDP的年增长率为2.7%，稍低于美国，见图6.6。

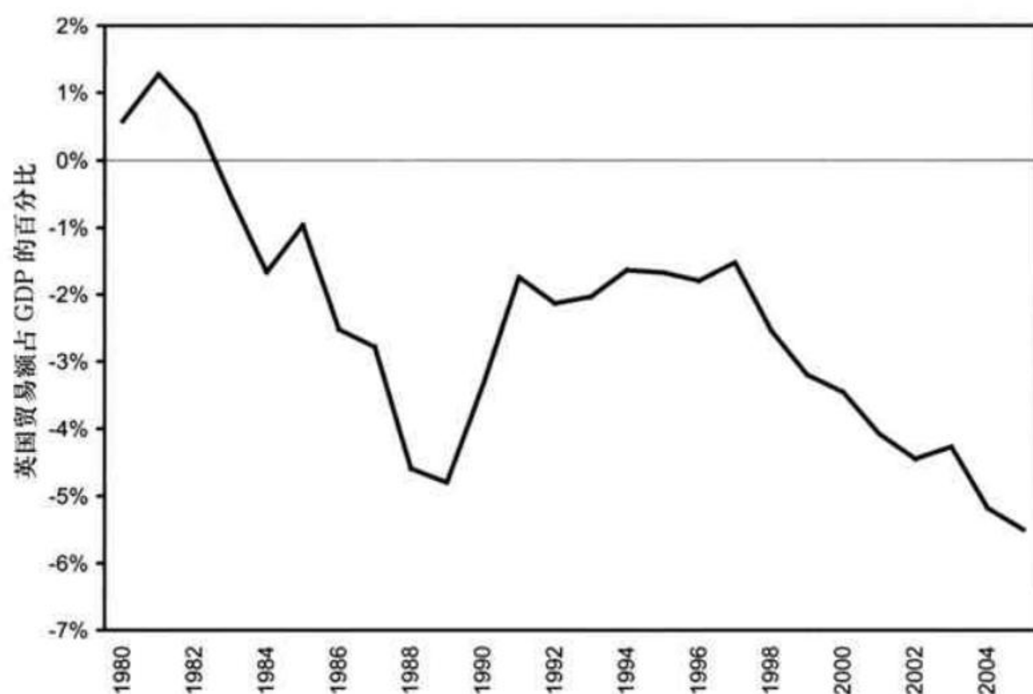


图6.6　英国贸易额占GDP的百分比
数据来源：汤姆生金融数据库

其他的英国赤字占GDP的百分比也是相似的情况，但是英镑却更加坚挺，是什么造成的呢？由此你对贸易逆差又了解了什么呢？它告诉你贸易逆差对货币并没有影响。如果英镑一直以来都很坚挺，贸易逆差对货币有影响，那么英国的贸易逆差情况与美国相似，怎么可能贸易逆差促进英镑坚挺，但是却使美元贬值？批评家也许会说：“这只是一年的逆差，不能说明问题。”再来看看图6.6，你会发现曲线的走势是相近的。而有些事实你不能仅凭双眼观察就发现，如果你把美国这些年积累的贸易逆差额相加，结果为50960亿美元，除以美国GDP的13万亿美元，比率是39.2%；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以同样的方式计算英国的贸易逆差额与GDP的比率，得到38.8%——在统计学上即认为这是相同的。你不能简单地把美元贬值归罪于美国的贸易逆差在GDP中所占的比重太高，因为英国现在的贸易逆差额占GDP的比例与美国是相近的，结果使英镑坚挺美元贬值——这是说不通的。

只有傻瓜才用这样的思维方式。是不是有其他的因素导致货币坚挺或者疲软？当然有，但是这是第七章要讨论的内容。

你希望出生在哪个国家？

贸易逆差有害，贸易顺差有益吗？只要看一看发达国家中处于巨额贸易逆差和巨额贸易顺差的情况就能弄清这个问题。图6.5和图6.6反映了拥有数额巨大并不断增长的贸易逆差的国家的情况。你愿意出生在英国或者美国吗？这两个国家在过去25年里虽然贸易逆差数额巨大，并不断增长，但是拥有充满活力的GDP和良好的股市回报率。或者你希望出生在拥有稳定贸易顺差的国家，成为那些聪明的德国人中的一员？德国人生产更优质的汽车和高性能的火车，在过去25年里保持贸易顺差，见图6.7。

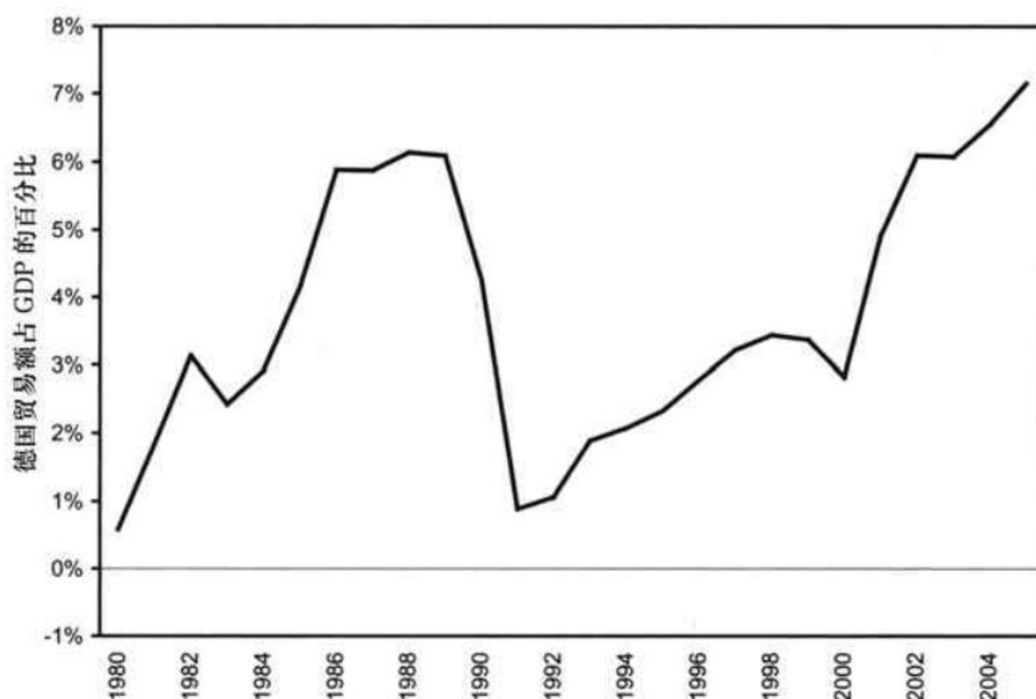


图6.7　德国贸易额占GDP的百分比
数据来源：汤姆生金融数据库

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不幸的是，他们的贸易顺差伴随着尽人皆知的经济萧条和低于世界平均水平的股市行情。在过去25年里日本的巨额贸易顺差根本不能帮助他们的经济和股市达到世界的平均水平，见图6.8。

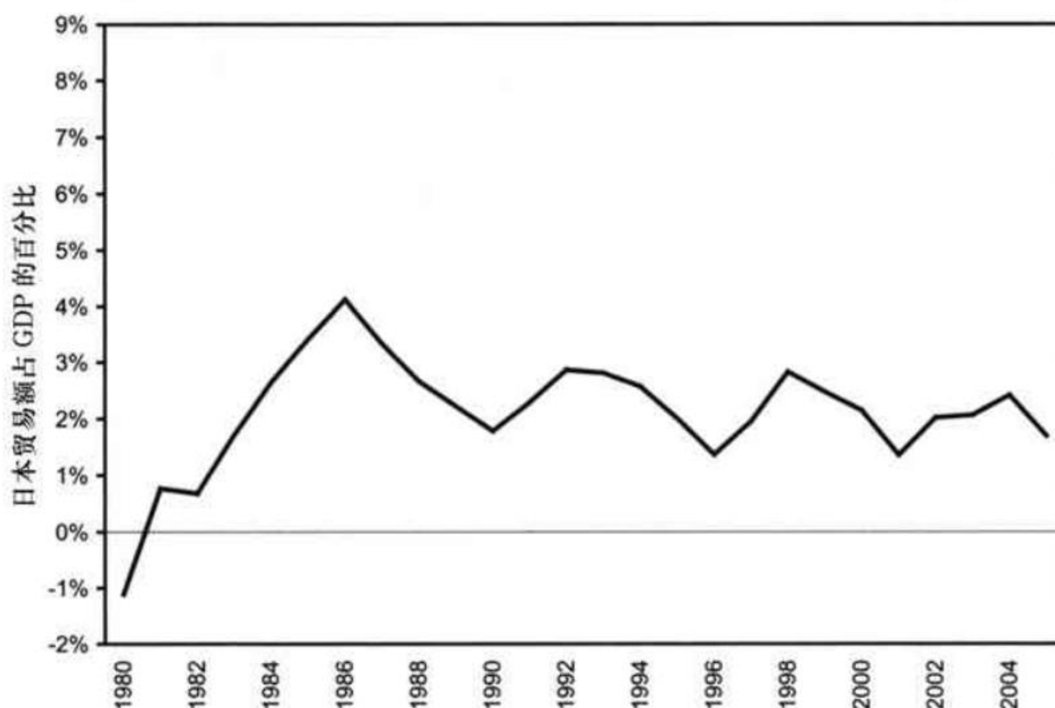


图6.8　日本贸易额占GDP的百分比
数据来源：汤姆生金融数据库

你希望生活在贸易出现逆差、但是拥有充满活力的GDP和高于平均水平的股市回报率的国家？还是希望生活在贸易出现顺差、但经济停滞不前的国家呢？除了失去理智的人，剩下的人都会选择前一种国家。再说一次，贸易逆差是经济富有活力、快速增长的表现，而不是亟待解决的政治问题——不这样想的人是无知的。

回到我们先前提到的经常项目赤字。如果你不再担心贸易逆差会使股市和经济下跌，你也不必担心经常项目赤字会对股市和经济造成影响。不会有全球性的经常项目赤字。

经常项目赤字是资本账户盈余的补充。很多人会混淆经常项目赤字和资本账户盈余，这两种支付手段的原因和效果常被人们错误地颠倒了。流通账户并没有推动资本账户的扩大。不是美国自己用“进口”资金的手段来为贸易逆差“注入现款”，而是外国投资者自发地投资美国的证券，或

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者选择其他直接的投资形式（因为相比大多数西方发达国家，美国的经济增长速度高于世界平均水平，有着大量的投资机会）。这引发了美国人热衷消费国外商品，从而增加了贸易逆差的数额，构成了经常项目赤字的另外一面。这使你、我以及其他人购买更多的国外产品，形成了起补偿作用的经常项目赤字，从而自动实现贸易逆差的平衡，所以没什么需要担心的，真正值得担忧的是很少有人发现这个简单的道理。

制造麻烦的重商主义者

注意真正的问题：为什么德国、日本和许多欧洲国家的贸易出现顺差，为什么这成为一个难以改变的事实？因为贸易出现顺差的这些国家的经济增长速度比贸易出现逆差的国家的经济增长速度慢得多，所以这确实是一个问题。为什么呢？在资本主义成为美国和英国的主要生产方式之前，占主导地位的是重商主义。现在的人们已经忘记了曾经有重商主义这么一回事，你可以去找一本基础的经济学书籍看一看。伴随着美国的诞生，真正的资本主义也开始萌芽。亚当·斯密的论述资本主义的最重要的巨著《国富论》就是在美国建国的那一年出版的。

正像日本和德国现在经历的一样，重商主义曾经发展到一个极端的状态。重商主义者根据盈余能帮助经济发展的理论，通过政府的经济节流政策来特意制造贸易顺差。但是这种以牺牲市场自由和纯粹的资本主义为代价来制造任何状态的强制性措施，都会导致亚理想经济状态和低增长率的出现。为什么呢？为了使经济增长最大化，必须无拘无束地发展经济！这是过去200年里得出的最基础的经济学经验。反对赤字的人实在太聪明了，他们只简单地认为事物分为有益的和有害的两种，因此不能从亚当·斯密的理论中受益。政策干预经济的两种情况会阻碍并扼杀经济的增长。经济增长能创造弥补贸易逆差的资本流，只要我们的经济持续快速增长，经常项目赤字和贸易逆差就会处于很高的水平。如果经济增长减缓或者停止，这两种赤字也会降低。

总有许多人相信债务和预算赤字、经常项目赤字这几种赤字形式是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有害的，但事实并非如此。宣称赤字和债务会危害国家经济的人拿不出实际证据，当你听到愚蠢的人警告说因为“巨额”、“难以承担”的赤字或债务或两者兼有会造成市场萎缩、使经济变得越来越糟时，你该知道这种没有事实根据的担心是毫无道理的。我可以打赌，债务、赤字会推动市场发展——记住这点，因为债务和赤字的频繁循环正是经济前进的推动力。

你该担忧的是那些重商主义者——通常是参议员——试图扭转赤字所做的努力；你该担忧的是盈余。“我不愿看到美国出现预算、流通账户以及贸易盈余；我希望看到快速增长和赤字。”在你下一次参加鸡尾酒会时说出这个观点，也许有人会把酒泼到你的脸上。首先，这种反应表明你的廉洁具有影响力。其次，有免费的酒喝啊！

新的金本位标准

另一个与问题一有关和相反的事实真相是威廉姆·詹宁思·布莱恩的例子。还记得他吗？记得这个声音洪亮的平民主义者吗？记得他的著名演讲《黄金的交叉》，以及临近1900年时他对银本位运动的冷淡态度吗？

美国在1971年废除了金本位制，但是出现了一种新的金本位标准：人们普遍相信黄金是最终的对冲投资组合。2006年，人们到处在谈论股市低迷而金价上涨，反之亦然。一般的建议都敦促人们在自己的投资组合中拥有一些黄金，作为股价下跌时的良好对冲。在长线投资中，黄金会在资本不可避免地流失时对你的财产形成一定程度的保护。人们都是这样想的。

人们普遍认为黄金价格是可靠的通货膨胀风向标，金价上涨对股票投资者是坏消息，因为下跌的股票价格和增长的通货膨胀会使经济萧条。但是，事实果真如此吗？对于掺杂着金制品的爱情来说，如果金价在一段时间表现良好会理所当然地增进爱情双方的感情。如果金价飞速上升，就像2005年和2006年（到达25年以来的最高点）时，会使人们对于通货膨胀的关注也会达到前所未有的程度，并且会导致投资者对股市产生恐慌情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像任何自由贸易的证券一样，黄金有它自己的狂热信徒。随着一盎司的黄金价格上涨到500美元，600美元，到达——屏住呼吸——700美元，突然之间，那些在金价低于300美元每盎司的时候看都不看的人也开始考虑买入黄金。对黄金制品的投资也随之而来，在拉斯维加斯召开的研讨会和金币的电视广告正是这么做的：拥有一枚历史金币！像《绿野仙踪》里描述的那样，用一枚真正的金币保护你爱的人！(你知道吗，这部广受欢迎的电影使得我们的朋友威廉姆·詹宁思·布莱恩成为不朽。在下面我关于《绿野仙踪》的评论中可以证实这点。）你不需要购买商品，在黄金热期间兑换金币。你可以购买金矿的股票，或者购买与矿业有关的有限合资公司的房地产投资信托，或者取得牙医执照，做些为满足说唱明星的虚荣心的表面工作。如果你订阅了新闻简讯，就有可能直接收到谨慎投资黄金的告诫。

《绿野仙踪》和一盎司黄金

你知道吗，当莱曼·弗兰克·鲍姆开始动笔写作《绿野仙踪》时（这部小说于1900年出版，1939年被搬上银幕，成为不朽的经典。主演者有朱迪·加兰德、雷·博尔格和伯特·拉赫），他打算还要再写一部儿童童话。他的本意是要写出一部思想尖锐的政治讽刺剧和货币寓言，涵盖19世纪90年代的经济争论和政治人物。

不要仔细回忆电影场景以试图发掘其隐含的意义，电影商于1939年出产这部电影确实是打算在困难的时期带给人们轻松的心情。让我们来看原著，在1900年，没人会忽略多罗西的银鞋的寓意，它应该马上令你想到“奥兹仙境”其实是指一盎司黄金，下面才是鲍姆本来要讲的故事。

在19世纪90年代以及20世纪早期，在货币使用金本位制这一观点的支持者和倾向于复本位制甚至是银本位制从而主张放弃金本位制的人之间，产生了激烈的争论。当1879年美国恢复金本位制以后，随之而来的是一段时期毁灭性的通货紧缩，在全国范围内，工资和物价都在下跌。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一系列的国内外错误政策，导致了1893年的经济大恐慌，以及随后的全球经济萧条。虽然这并不是历史上最严重的经济萧条，但是它的影响还是非常大的，随处可见经济萧条的景象。尽管现在我们知道当时并没有因此而出现犯罪活动，美国经济仍然是全球经济体系的组成部分，但是在美国，金本位制因此饱受批评。

人们开始强烈要求放宽对银矿开采的限制，这一观点逐渐流行起来。威廉姆·詹宁思·布莱恩和他洪亮的声音在“自由银业”运动中显得格格不入。批评家把这看做固有的严重通货膨胀，而支持者觉得有些通货膨胀是正常的。舆论普遍把这种争论看做是“人民”（会从银本位制和增长的通货膨胀受益）和有政治家扶持的东方银行所定的利率（从统计学说上受益）之间的斗争。这虽然是最简化的情况，但是勾勒出了一般的情景。而“普通民众”与“庞大商业”之间的对抗是到现在仍在上演的好戏。多有趣，有些事是从来不曾改变的。

正是在这种背景下鲍姆编写了他的童话，表示了他对银本位制和厌恶格兰弗·克利夫兰、威廉姆·麦克金利及他们的金本位制同伙的平民主义者的支持。他在童话中塑造的所有角色，对于处在世纪之交的读者都是很熟悉的。

多罗西，这个来自贫瘠的堪萨斯州的贫穷但无畏的农家女孩（堪萨斯州是平民主义运动的诞生地），在故事中代表着美国中部的居民，她勇敢、纯洁、善良、年轻、有活力并充满希望。奥兹这个名称几乎是毫不掩饰地指代一盎司黄金，奥兹都市代表美国本土，尤其是美国东部领土，具体来说就是代表曼哈顿这个与黄金、金本位制息息相关的地方。当然，还有黄砖路！那些黄砖是什么？当然是黄金！

东方的“女巫”是前民主党主席格兰弗·克利夫兰，在平民主义者看来他是个聪明的“恶棍”，因为他在1892年当选为总统（是第二次当选，他也是1885～1888年间的总统，在1888年的竞选中输给了哈里森），在1893年经济大恐慌发生时他正在职。他作为一个民主党员支持金本位制，反对平民主义，在平民主义者看来，一个民主党员应该反对共和党员支持的金本位制，从这个意义上来讲，他也是一个“恶棍”。当克利夫兰在政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

治上失势的同时，一阵旋风（银本位运动）将多罗西的房子刮到了东方“女巫”属地的顶端，只留下了珍贵的银鞋。自然，住在奥兹王国东方郊区的蒙克金斯处于无条件服从的状态，不懂得银鞋的力量所在。蒙克金斯甚至不能在地图上找到堪萨斯——他们这些东部人的首府，所以他们派多罗西去见巫师。

第一个加入她的征途的是稻草人，他实际上是位非常精明的西部农民，被人们所低估了。人们在讨论银本位时从不让他插嘴，因为他们觉得他太笨，不能理解这么复杂的话题，直到多罗西借助她的银鞋的力量使他重获自由。第二位同伴是铁皮人，残酷的东方银行的利率使得这个平凡的工作者变得机械呆板，他们偷走了他的手艺，因此也拿走了他的心。这个热心、健壮的劳动力和许多生活在19世纪90年代的人有着类似的命运，最终被解雇了。胆小的狮子也加入了他们的行列，狮子代表威廉姆·詹宁思·布莱恩本人，1896年和1900年民主党的总统候选人——两次竞选都败给了威廉姆·麦金利。布莱恩的确具有能发号施令的咆哮权力，但最终他是个失败者，因为他缺乏狮子的魄力和勇气。随着经济状况在19世纪90年代后期好转，他的支持者阵营也分崩离析。有些人觉得他应该把注意力放在当前与生活有关的更紧迫的政治议题上；另一些人觉得他应该继续担任与银本位主义作斗争的领袖，否则就是在向东方银行利率妥协。然而他缺乏勇气，缺少一颗狮子的雄心。

巫师居住的翡翠宫殿当然指代的就是白宫，里面住着各种官员。巫师看起来很友好，仿佛需要别人的帮助，但是他把他的4个伙伴送往西方女巫的老窝。这个巫师的原形就是马卡斯·阿隆佐·汉纳，许多人认为他是麦金利能当选总统的“幕后关键人”。汉纳来自俄亥俄州，成为美国历史上的幕后政治头目。19世纪90年代，他牢牢控制着共和党政权，也在很大程度上控制着麦金利。巫师这个角色没有实际的力量，只能制造幻象，象征政治只是一种幻象的游戏。

西方的“邪恶女巫”就是威廉姆·麦金利总统，他也来自俄亥俄州。来自于俄亥俄州的某人如何成为西方的“邪恶女巫”呢？很简单，如果你是站在鲍姆的角度出发来写作，就会看到一切事物都是由邪恶的纽约城通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过银行利率来操纵的，那么纽约哈德森河的西边就是“西方”。在当时，很多人都认为明尼苏达和威斯康星是西北的一部分土地。这也是西北航空总部设在明尼苏达的原因。直到今天我们仍把俄亥俄州划到中西部地区，而“中东部”这一说法在美国是不存在的。

麦金利是坚定的黄金支持者和税收支持者，他想吞并波多黎各、关岛和菲律宾，被人们认为是贪得无厌的帝国主义者。这个“女巫”急于在多罗西掌握了银鞋的真正力量之前得到这些地区，她试图制造一系列离间这4个朋友的事件杀死多罗西（杀死多罗西就指代“银业运动”，这些事件就是上面提到的吞并事件以及美国和西班牙之间的战争，使他们作为一个团结的整体所拥有的力量消失）。南方的善良“女巫”格琳达挥动她的魔杖，解决了这4个人的一些问题，正如美国南部支持保障了平民主义运动，多罗西最终带着银鞋回到了堪萨斯。

这个故事充满了政治和货币寓意。会飞的猴子、被奴役的维基人、罂粟地（金色的），甚至巫师送给我们的英雄的礼物（送给狮子的一小瓶液体“勇气”——布莱恩是有名的禁酒主义者）的寓意，鲍姆的读者也心领神会。

不相信我？1990年休·洛可夫发表了论文《<绿野仙踪>是货币寓言》，在网上或者当地的图书馆里都可以找到这篇文章。洛可夫在钻研作品经济、货币和政治背景的许多细节的同时，还研究着这些角色和他们的台词。读一下这篇论文，然后再重读鲍姆的作品，你会有个全新的认识。

黄金对冲

像许多广为接受的投资者信条一样，黄金对冲信条符合我们的一般常识。黄金是商品，有形有质，你能看到它、感觉它、拥有它。

政府越是出台政策让我们对黄金保持信心，我们就越怀疑，尤其怀疑在重商主义盛行的时候开始的金本位制。

借助问题一：黄金能作为良好的对冲选择吗？如果黄金是很好的对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

冲选择，那么它和股票一定是负向关联的。2006年5月9日，全球股市开始下跌，这次下跌出人意料并且幅度很大，不像是持续的牛市顶点应有的表现。不管怎么样，全球的股市下跌了10个百分点。正因为如此，如果黄金是合适的对冲选择，在股市下跌期间金价应该继续上涨，或者至少保持平稳。图6.9显示的是2005年底到2006年年中的金价与标准·普尔500指数的走势。

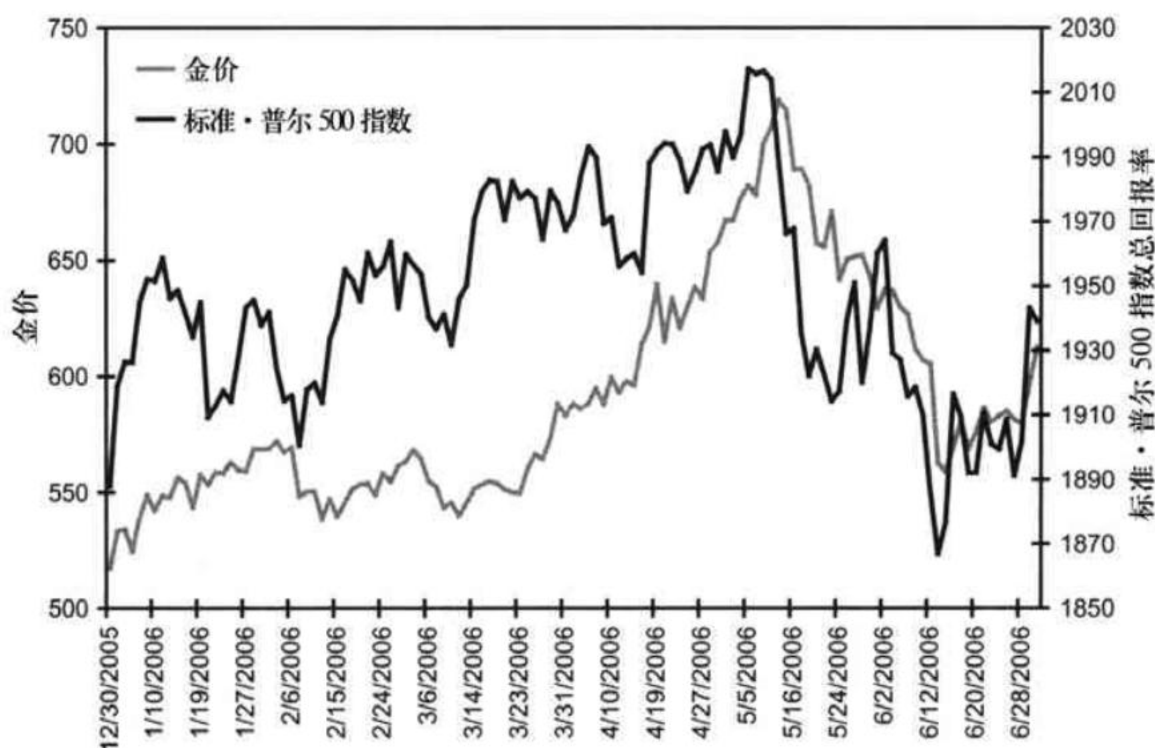


图6.9 2005年底到2006年中期金价和标准·普尔500指数的走势
数据来源：全球金融数据

很明显，黄金的表现并不像对冲投资者期望的一样。在这段时间内，金价的走势与股市的走势相同，而非相反。股市急剧下跌时，金价也同样。如果你想通过投资黄金来避免下跌的波动性，事实上你使自己的投资风险翻倍了。

如果黄金不能作为一个证券的对冲选择，它能作为长期投资项目吗？即使金价处于25年以来的最高点，但是根据通货膨胀做一下调整，投资回报率依然低得可怜。在过去25年里，股市很显然是不错的投资对象。到了1926年，人们不再把积蓄藏在床垫里，而是拿出来投资黄金，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是回报率仍然不能和股票甚至是债券的回报率相提并论。这对于热衷投资黄金的人真的很难接受，在长线中，甚至有些现金等价物都表现得更好。现在的黄金形势是由一些投资观念严重落伍的人盲目投资造成的平庸升温。金价也许会继续攀升，也许不会，奇怪的是如果你的目标是使黄金增值，那么黄金作为对冲或者长线投资项目表现都不好。如果想在黄金上赚一笔，你必须擅长买入和卖出股票。你应该问问自己：如果我不擅长买入和卖出股票，为什么在投资黄金时我就一下变成专家了呢？要想找到这个问题的答案，你必须了解其他人不知道的有关黄金的信息。

金价上涨，通货膨胀正在发生吗？

图 6.10 给出了自 1926 年以来的金价和标准 · 普尔 500 指数的走势。黄金的走势基本是平稳的，偶尔随着通货膨胀的出现略微有点变动。如果黄金基本上根据通货膨胀的速率变动，也许它能预测通货膨胀——这

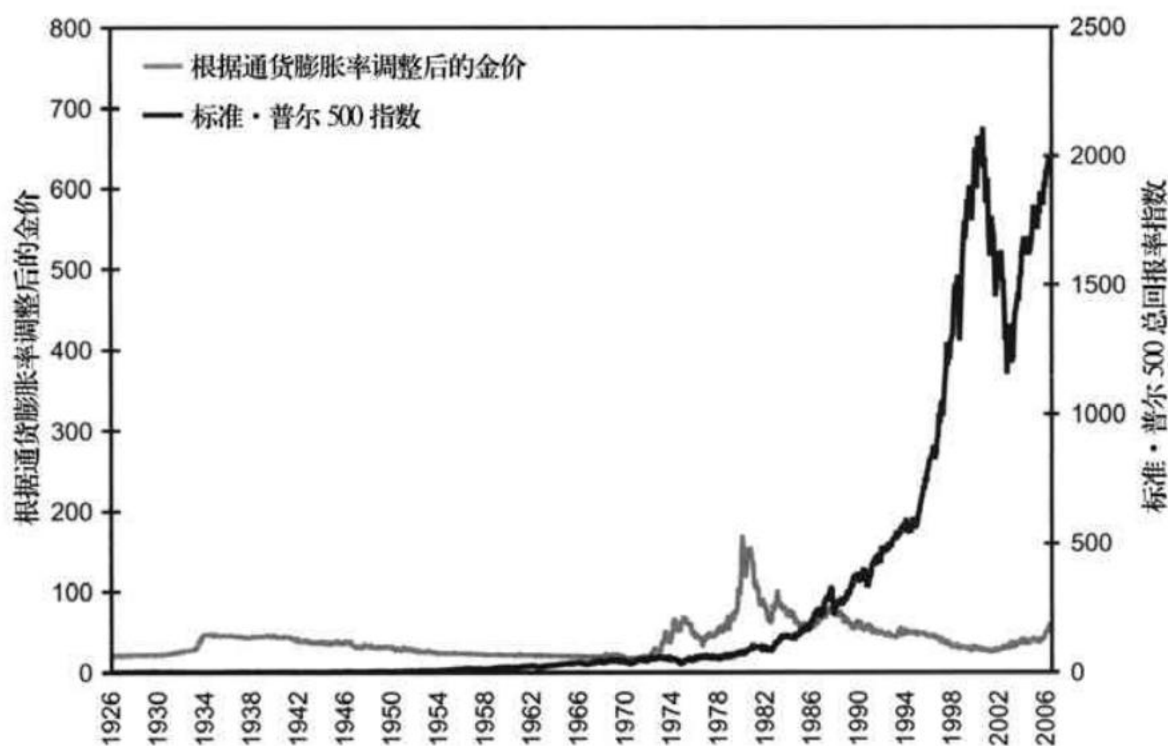


图 6.10　1926～2006 年根据通货膨胀率调整后的金价与标准 · 普尔 500 指数的走势
数据来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是很合理的。许多人都这么认为，因为金价在上涨，所以通货膨胀正发发生。

问题一能帮助我们识别这个假象。通货膨胀是与货币政策紧缩或放宽有关的货币价值变动现象——由中央银行的政策举措引发，并受其限制。当中央银行发行比社会提供的商品和服务价值要高的货币时，就会发生通货膨胀。通货膨胀并不一定是坏事，几乎没人担忧低通货膨胀率，但是所有人都害怕高通货膨胀率。

20世纪20年代早期，德国处于希特勒当政的时代。德国中央银行随意发行了过多的钞票，导致货币贬值。德国人把钱当做燃料来烧，因为成箱的这些没有价值的钞票买不到煤，甚至买不到木柴。在纳粹当政以前情况就已经如此，所以过高的通货膨胀率并不是好事，但是低通货膨胀率也不至于引起惊慌。适度的通货膨胀与通货紧缩，你倾向于哪一个？尽管统计表明它们都是一把双刃剑，也许你还是会选择通货膨胀。由新发行的货币价值低于社会提供的新增商品和服务价值造成的通货紧缩，会引发物价下跌和其他一系列问题，比如工人大量失业和经济萧条。这可不好玩！

那么所有这些与黄金有什么关系呢？一点也没有。黄金是一种商品，在自由和公开的市场里进行交易。通货膨胀则是货币现象，正如米尔顿·弗莱德曼曾经发表的著名言论所描述的："通货膨胀无时不在，无处不在。"你不能仅仅因为金价能粗略反映通货膨胀的速率，就得出黄金可以反映通货膨胀走势的结论。所有的一切只反映了一个事实，黄金投资者在长期投资中得到的回报是相当低的，比你投资大多数商品得到的回报都低。事情就这么简单！

但是仍然有人认为金价上升表明通货膨胀也在增长。回头再看一下图6.9，可以看出，当通货膨胀发生时，金价（标准·普尔500指数的情况也相同，但现在我们忽略它）也相应地攀升。然而不久金价又下跌。如果金价的上升真能代表通货膨胀的扩大，那么金价下跌一定代表通货膨胀的回缩（物价上升的速度放缓）。

2003～2006年，官方发布的通货膨胀率是很低的。所以这些年中，金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价持续上升，通货膨胀并未出现剧烈变化。有些人会告诉你官方的数据并不能真正反映通货膨胀的情况；大多数黄金的支持者会告诉你通货膨胀很快就要到来——金价的上升这样告诉我们。无法控制的通货膨胀会出现吗？也许会，也许不会，但是金价什么也不能反映。因为理论的发展、经验的积累和技术的进步，我们当然不太可能再犯像20世纪70年代犯的那种程度的货币政策错误。但是这不意味着通货膨胀不能也不会偶然达到具有破坏性的程度。你可以通过问题二来找到什么是反映通货膨胀的更好指标。这个指标真的很简单。

什么是反映通货膨胀变化程度的指标?

让我们思考一下究竟什么是通货膨胀。人们通常误认为通货膨胀是一种与生活成本有关的经济波动，事实并非如此。尽管艺术收藏品的价格有可能随着通货膨胀波动，但它与通货膨胀无关；尽管二手车的价格会受到通货膨胀的冲击，但它与通货膨胀无关；尽管通货膨胀部分和薪金有关，但是通货膨胀与薪金无关。通货膨胀与所有商品和服务的平均价格水平相关，从这个角度出发，通货膨胀只是对能买到社会平均价格的商品的货币价值变动的简单反应。

汽油涨价很多；健康保险金上涨很多；电子器件价格大跌；经济佣金下跌一点（这属于服务的范畴）；鞋的价格下降了一点点！在理想世界里通货膨胀率为零，认为所有价格会保持平稳不变也是不对的。

我们现行的通货膨胀指数严重偏低，不是经过科学合理的计算得到的。我一直从我的客户那里听到这样的说法，他们忽视了通货膨胀对他们购买商品的影响。我不会为通货膨胀指数辩护，其实所有政府发布的经济指标都不是很精确。但是消费物价指数不能正确反映通货膨胀的严重程度，你购买的商品不能反映生产出来的商品的平均价格。人们的购买喜好是不同的，消费者的消费习惯多种多样。一个年轻人购买与一对老夫妻相似的一篮子货物是非常奇怪的现象，当然他们各自的购买习惯与中年人又不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看得远一点，在1900年，你购买的绝大多数商品都是美国制造的。在如今全球化程度更高的世界，你购买的商品就来自世界各地，即使美国的商品也只是部分在美国制造。今天，某个国家的一种价格较高的商品可能会全部或部分被另一个国家的另一种商品代替。如今，通货膨胀的影响遍及全球。在过去的15年里，日本和大部分亚洲国家因为制造了价值高于发行货币价值的商品导致通货紧缩，一方面美国正经历通货膨胀，日本等国生产的产品价格经常在下跌。但是即使处于通货紧缩中，有的商品价格也会上升，有的会下跌，有的则跌得很厉害。日本的通货紧缩使美国的通货膨胀维持在一个较低的水平，否则美国通货膨胀的程度将严重得多。在某种意义上，美国向日本出口通货膨胀，而日本向美国出口通货紧缩，两国都对彼此的经济状况做了一定程度的弥补。

从全球角度来考虑，某个具体国家的通货膨胀就不会显得那么严重，所以你不要那么担忧。全球竞争使得劳动力和技术越来越趋于专业化，一个国家的短期生产盈余能够补偿其他地方的亏损。美国的许多商品和服务的价格都在下降。从筒袜、玩具到汽车、杂货的日常用品的价格，用通货膨胀的速率来衡量后，是比几年前要便宜的。这是个被忽视的现象。媒体的宣传使消费者过分关注原油和钢铁的价格，而没有注意到自己开的汽车实际上更便宜了。高油价有多令人恼火，便宜的汽车就有多好。

但是是否存在能反映通货膨胀率在上升的指标呢？你的购物习惯当然不是；蒙塔娜的购物习惯也不是；甚至全部美国人的购物习惯也不是。这一指标应该是从全球范围内来衡量货币的价值。仔细考虑一下问题二，什么是衡量货币价值的最佳指标？现今的货币价格处于什么水平？未来的货币价格走向如何？

我们知道可以现在借钱，以便在将来创造更多财富。我们也知道这样借钱要偿付利息。长期借款要支付的利息的另一种叫法是长期利率，在美国，10年期的国库券利率就是衡量长期借款成本的一个指标。

站在借出者的角度，货币的租金是非常容易受通货膨胀影响的。借出者希望因更高的通货膨胀率和更高的因通货膨胀而产生的潜在风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险制定更高的利率，获取更多的收入。美国人的购买习惯也许不完全与世界其他国家相同，但是全球的长期利率是受全球长期通货膨胀的影响的。

全球长期利率（在www.Bloomberg.com或者www.YaHoo.com这两个网站，输入GDP数值和银行利率就可以自己计算得到）是反映全球通货膨胀是否在增长的一个优秀指标。如果通货膨胀率上升，那么全球长期利率一定上升；如果通货膨胀率下降，全球利率也同样下降。记住，全球利率就是借钱要付出的额外成本。全球利率变动状况或各个国家的货币价值是人们普遍关注的问题，图6.11反映了衡量货币价值的全球长期利率的走势。近年来全球长期利率走势比较平稳，表明通货膨胀率并没有剧增。过去几年美国的长期利率略有上升，表明美国的通货膨胀问题不大，大部分负面影响都被海外市场的变化抵消了。你注意到了这些，而这正是大多数人所忽视的问题。更重要的是，我们可以看到，长期利率对通货膨胀的变化是非常敏感的，可以作为很好的衡量通货膨胀变化程度的指标。

图6.11表明，相比于20世纪70年代，自80年代开始，中央银行在

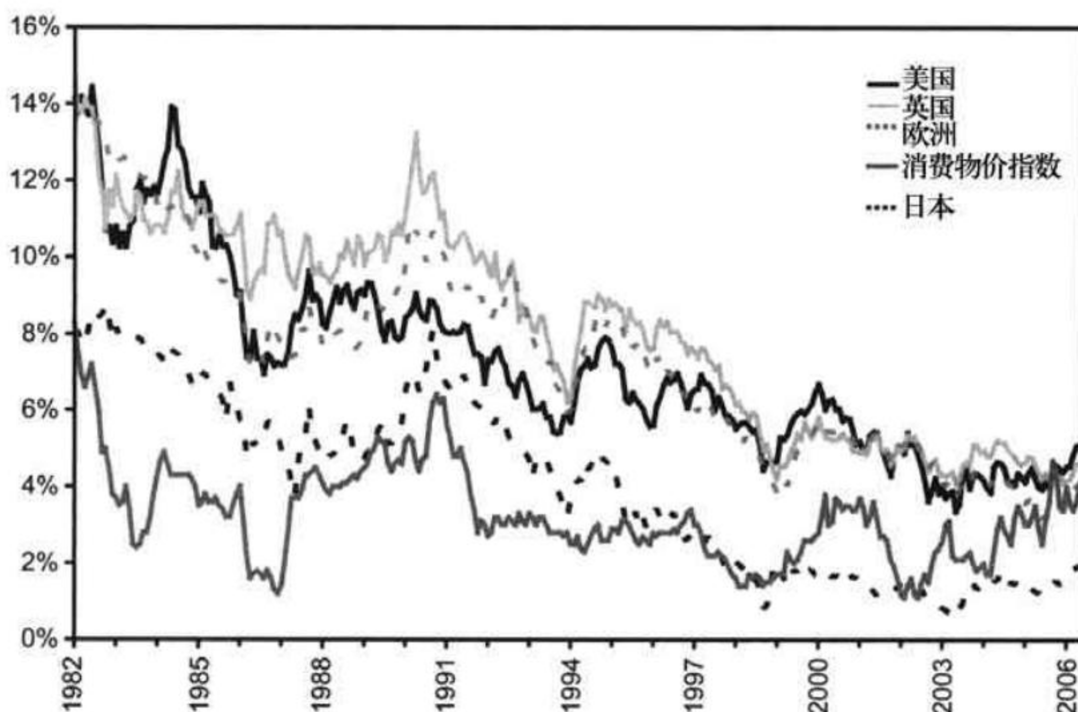


图6.11　全球长期利率走势
数据来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 6.12 美国的 10 年期国库券利率
数据来源：全球金融数据

对抗通货膨胀的“战争”中，得到了自由贸易和全球化进程所带来的稳定、有力的帮助。而这又使得全球长期利率从历史的最高点开始下降。2005年，经过几十年的通货膨胀的影响，美国 10 年期的国库券利率终于又回到了历史平均水平，见图 6.12。

也许在你的记忆里事情并不是这个样子。从图 6.11 可以看出 10 年期的利率在长期内是下降的，并略有波动。近些年有分析家认为，这一持续了 25 年的下降趋势会停止，并开始上升。但是专业人士对长期利率走势的预测也会出错的。

图 6.12 分析的是长期利率的情况。首先，投资者认为美国当前的 10 年期国库券利率处于“历史新低”水平。这是错误的！事实是，20 世纪 70 年代美国的国库券利率是“高得惊人”的。投资者在 20 世纪 70 年代能买到利率为13%的债券，他们也许会为现在不再能购买这样的债券而感到沮丧。但他们忘记了 20 世纪 70 年代的股市低迷得一塌糊涂，经济萧条，即使再高的债券收入也不能抵消通货膨胀造成的货币贬值。

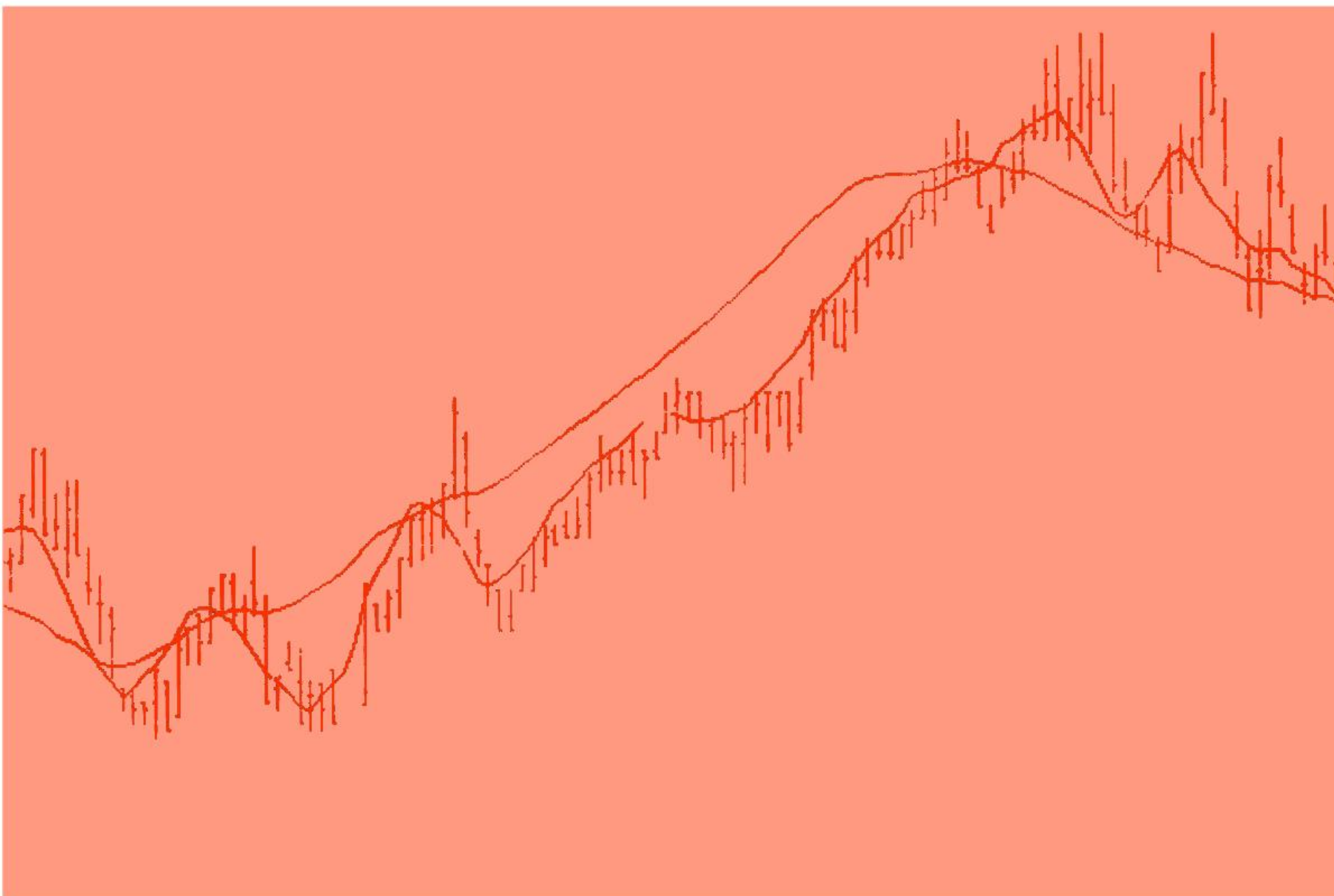
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其次，可怕的货币政策失误导致了20世纪70年代的严重通货膨胀，长期利率如今已经恢复了元气。为什么？因为现在的长期债券是在自由开放的股市里进行交易，准确地反映出市场的动向。不要再只盯着短期利率了，记住，短期利率是由中央银行制定的。长期利率则不受控制，相反，它由股市自由地调节。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七章

7 震撼的真相



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供给和需求……事实就是这样

这本书的一部分内容是讲述通过分析其他人觉得没有价值的信息，以及创造资本市场技术来获取其他人不知道的信息。如果信息不能被我们以某种方式很好地处理，那么试试用另一种方法对它进行重新处理，就像我们引入盈利价格比和市盈率的概念时所做的一样。删减掉获得信息的一部分，对剩余的信息重新分析。它们和什么有关呢？

如果你能利用问题二把有关投资方面的新闻联系起来，那么你将从中得到大量有用的信息。但是你有没有这样想过："这些信息真的有用吗？它们也有可能是毫无价值的吧？"从2002年开始，公司间的合并和兼并现象越来越多，已经成了一种潮流。这很容易理解，合并或者兼并后的公司的资产负债表看起来会更好，这样的公司就更容易占有额外的市场份额、建造生产线、进行产品的垂直整合、研究新的核心竞争产品、开发新的产品品种等，使自己的产品线更加多样化。但是在我看来，通过这种方式解决公司的问题是平庸并且世俗的做法。

但是收购和兼并对股市会不会有影响呢？传统的市场学理论指出，频繁的合并行为会导致股市大盘下跌。造成这种结果的部分原因是合并常发生在一段时间的经济好转之后，而随后则会是另一段时间的经济衰退。所以，难怪人们会认为是合并导致了经济的不景气。20世纪90年代后期，在主要针对首次公开发行科技股的合并中，时代华纳收购了美国在线，随之而来的是严重的熊市和经济衰退。

公司之间的收购常不能达到预期效果是有原因的。毕竟，卖家是完全了解它所经营的业务领域的；而买家常常觉得自己了解所购买的公司的业务范围等，但他们在该领域其实是外行，事实上还是卖家更了解他们出售的公司。

所以买家面对的情况要比卖家棘手，当在谈判中他们终于了解了要购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买公司的真正问题和面临的处境时，买家和它的股票持有者会有种被“欺诈”的感觉，所以会争吵着要把收购价格压得更低。

在我写的第二本书《华尔街的华尔兹》中，我已提出了这一看法。但我错了。在历史上，类似的争论确实存在有效性的问题，但是我太过于强调某个历史时期的情况，对于其他的时期论述则不够。我在书中得出的结论过于依赖20世纪20年代和60年代后期的收购案例，在陈述自己的观点时也存在很多过于自信而造成的偏见，并且没有意识到自己破坏了一些数据的真实性。现在我得承认当时我错了，结论中正确和错误的部分是各占一半的。那时的结论实际上与交易的本质有关，它可能一半以某种方式进行，一半以另一种方式进行，而交易的进行方式是随着时间变化的。

现金？股票？还是二者兼而有之？

在20世纪20年代后期和60年代晚期以及90年代所进行的这些合并交易，与2002年后进行的那些合并交易有着决定性的不同：2003～2006年进行的大部分公司合并都是以现金交易的形式完成的，而在本章开头提到的三个时期的合并则主要是通过股票买卖的形式进行的。在现金交易中，收购者付钱购买收购对象持有的股份；而在通过股票进行的交易中，收购者则只需要通过发行新股来为收购提供资金支持。用问题二来分析一下：这两种交易方式有什么区别？分别会对股市造成什么影响？你能发现在这种情况下别人所不能发现的东西吗？你能洞察大多人都发现不了的隐含信息吗？

我们结合案例来加以说明。公司A用现金收购了公司B，它用现金换来了公司B的股份，然后把这些股份处理掉，停止在市面流通。这样在收购完成后，公司A的股票数量并没有变化，而公司B则不再持有股票。这时公司A除了拥有自身的收益外，还拥有公司B的收益，因此公司A的每股盈利就会上升。就这么简单！当然，有个前提，就是公司B在收购前处于盈利的状态，因为公司A为完成收购要向银行贷款，所以公司B的收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益必须多于公司A要向银行支付的利息。另一方面，兼并能立即增加公司收益，在收购完成其他条件不变的情况下，停止收购对象股票的流通可以使得收购者的每股收益立刻上升。在这种情况下，因为被收购公司的股票停止流通，所以能提供给市场的未偿还的股权数目减少了。再说一次，现金进行的兼并活动减少了未偿还的股权数目。假如需求不变而供给减少，价格就会上涨。现金兼并将股市带向牛市。

而完全通过股票进行的收购活动则与上面的过程不同。在收购结束后，因为更多的股票流入市场会降低股票的价值，所以收购者的每股收益通常都会下降。为了更好地理解这个问题，我们举例说明。假设有两个公司A和B：设公司A的价值是X，公司B的价值为Y。为了收购公司B，公司A必须为公司B出价。也许公司A会多付给公司B25%，就是1.25Y。这额外的25%价值是通过提高公司A的股票发行量来支付的，就是新发行价值为0.25Y的股票。公司A必须持有相当于收购前公司B价值的股票，并且还要再为多出来的25%价值发行相应的股票，这样，在收购结束后实际流通的股票就变多了。现在，如果公司B的市盈率比公司A高，在交易结束后公司A的每股收益就会下降。这就是在20世纪20年代、60年代后期和90年代所进行的公司收购的典型形式，美国在线和时代华纳的合并正是如此。提供的股权数目的增加，降低了股票价值，使得每股收益也下降了。

还有第三种交易方式：公司A在交易中采用了支付现金和发行新股混合的方式来收购公司B。这种混合交易方式很常见，保留有两种方式的各自的一部分特征，而来自于现金收购方式的特征要多一些。为什么呢？在这些交易中，通常收购者不能筹集到收购所需的全部现金，所以它只能尽可能多借一些，剩下的则通过发行股票完成。一般来说，这是一种规模比较大的交易。

如果公司A价值100亿美元，而公司B价值200亿美元，A想要收购B。规模比较小的公司A要吞并规模比自已大的公司B，这会使贷款给公司A的银行感到风险比较大。也许银行只肯借给公司A140亿美元，那么在交易前公司A和公司B合起来全部的未偿还股权就是300亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元。为了购买公司B，公司A会多出价20%而愿意支付240亿美元，除了偿还银行贷款的140亿美元，公司还要再发行100亿美元的股票才能完成收购。交易结束时，未偿还的股权从300亿美元减到了240亿美元，提供的股权一共减少了100亿美元（如果公司A借助债务来完成这次收购，股权依然会减少，但不会减少这么多）。尽管收益增值程度比不上完全的现金收购，但是这种混合方式依然能使收益增加，并减少供给的股权数目。

上面的观点并不激进，任何在大学学过经济学课程的人都会知道增值和贬值的区别。而且你可以很容易看出在合并过程中，哪家公司是收购者，哪家公司在收购后价值增值，哪家公司在收购后价值贬值。在当今的商业世界中，如果一家公司正在进行收购、兼并、首次公开招股发行、发行新股等活动，都将处于人们的关注之下——人们知道合并什么时候进行、合并的具体金额以及合并进行的形式。

发行新股为合并提供了资金支持，而这种形式的合并增加了股权数目，将大盘推向熊市。而现金交易方式的合并则减少了提供的股票数量——减少供给就意味着价格会上升，也就意味着在其他情况不变时，随着现金收购活动所导致的结果应该是良好的股票投资回报率。但是没有几个人能认识到这点。

什么是造成股票价格波动的真正原因？

在研究现金合并到底对股市产生什么影响之前，必须先找出是什么因素导致股价在波动。要回答这个问题需要将问题一和问题二相结合。很多人以为导致价格波动的因素实际上并没有那么大的作用，这些错误的观点你都可以借助问题一来驳倒。问题二是：关于促使股票价格波动的原因，你能找出别人发现不了的原因吗？这一因素实际上很平常，平常到人们都忽视了它的存在。

在这个完整、广阔、美妙而又古怪的世界里，推动股票价格变化的因素实际上只有两个。无论处在何时何地，股票价格都只与供给和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求的变化有关。我在整本书里都在这样说，但有时最简单的概念反而最难被人接受。供给和需求是人人皆知的概念，但是很少有投资者会用它们来分析证券的价格。许多人在大学里都学过经济学课程，但是他们在期末考试结束以后就把这两个概念抛到脑后，并且再也不会用这两个概念来分析证券价格。经济学的博士们受到了系统的教育，但是他们对于证券价格也不在行，几年以后就不再用供给和需求的概念来思考问题了。

无数的经纪公司的"研究"报告都会告诉你他们对市场走向的预测结果，但是基本上没有一份报告对供给和需求状况的变动作了分析。你的新闻师、政治上的伙伴、股票经纪人或者网球搭档都想让你相信使股票价格波动的原因是复杂多样的，比如任何一种经济或技术的指标、人们对流行文化的关注、时事政策，甚至是个人对市场的预测都有可能使股价变化。登陆你最喜爱的金融网站，你会看到这样一些信息："利率是股价起伏的指示灯"，"失业报告使股市下跌"，"人们对石油价格的忧虑会使股市不稳定"，但是却从没有人说："当今的股票供给量是稳定的，但是由于某种原因需求却在增加，所以股价会上升。"这个道理简单得让人厌烦，运用供给需求理论来分析股票价格的波动每个人都做得到，因此它并没有表明你的独特的政治、社会、经济立场，也不会对你的态度产生影响。我不清楚为什么媒体要对影响股票价格的因素加以掩饰，不肯揭示出供给和需求这一简单的原因。来自供给需求两方面的影响决定了我们购买的所有股票的价格。就像逐渐加大的政策调节力度或者外星人的侵略一样，这种类似于施压的影响，其实就是更加强调供给和需求的重要性。假如我们遭到了外星人的侵略，对股权的需求自然就会下降；同样，政府对证券的干涉力度加大，就会使股权的供给减少。

供给和需求的变动揭示了人们愿意为一些商品(比如用聚乙烯制成的甲壳虫、勒考布泽尔制造的椅子、限量发行的星战海报等）支付额外钱款的原因——它们供不应求，没人愿意为一盒普通的订书钉花冤枉钱。

首先，订书钉到处都有，人们对散落在办公桌上的订书钉熟视无睹；其次，如果你的订书钉用完了，而你又不想到相应的办公室去取些订书钉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回来，你可以用胶水把纸张粘贴，或者用曲别针把纸张固定在一起，胶水和曲别针就是订书钉的替代物。不能被替代的物品可以卖到很高的价格，而到处都是替代品的物品则不能。再次，制造订书钉的工艺是很简单的。除非是安迪·沃霍尔送给玛丽莲·梦露作礼物的特制订书钉，否则订书钉这个东西成本低廉，不可能以高价售卖。

在大学的经济课上，教授会告诉你供给和需求是与人们的渴望有关的概念，而渴望是一种情绪。需求描述了消费者有多渴望购买不同价格的商品。如果商品价格较高，典型的情况是消费者购买欲望下降（但并非绝对）；相应地，供给则是描述了生产者渴望以不同价格生产某种产品、提供某种服务。一般来说（也非绝对），如果某种商品价格较高，生产商会更倾向于生产这种商品。如果价格低到一定程度，生产者就不会再生产该产品。

当生产者愿意以一定的价格生产某种商品，同时消费者也愿意以同样的价格购买该商品，情况就开始变得有趣了。当生产者更渴望生产商品时，即供给增加，而消费者却不愿购买更多商品，这时市场状态是供大于求，产品价格就会下降。你会问："为什么生产者要这么做呢？"也许是因为引进新技术降低了他们的生产成本，提高了他们的生产能力：就像摩尔定律自提出以来的几十年间推动半导体制造业降低产品价格那样，电子公司希望以更低的价格生产更多的产品。相应地，如果消费者更渴望消费，即需求增加，但是生产者并没有生产足够的商品来满足消费者增加的需求，价格就会上涨。这就是供求关系对价格的影响。

任何原因导致生产者和消费者心理上出现变化都会促使他们的生产或消费的渴望发生变化，毕竟渴望是种情绪，而情绪属于心理学的范畴。我关于供求关系的这些论述，基本上是经济学课程所讲授内容的简化和概括，没有本质上的区别。

但对于证券领域而言，在几个方面供求关系都变得普遍了。除非你是在研究生院做一些不同寻常的工作，不然你永远不会发现有以股权的供求关系为研究内容的大学研究项目。对股权的需求是关于渴望拥有或者转手现行证券的概念：我们希望持有通用电气的股票还是买入某种债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券？或者是购买一个安迪·沃霍尔为玛丽莲·梦露特制的订书钉？持有通用电气的股票比起持有辉瑞制药公司的股票，你的感觉有什么不同？人的情绪是可以瞬间改变的，一部电影可以让你突然哭起来，或者让你突然笑起来。

观察一下每日的股票交易状况，你将见证这种情绪的突变。在如今我们这个四通八达的世界里，人们在作出购买或卖出的决定之后，转眼间就能完成交易。比如有人想要购买石蜡，几乎马上就可以购得大量货品。如果他们愿意，还可以推迟交易几小时、几天甚至几个月。

需求的变化是很快的，但是它仅随着人们心理的变化而变化。就像无论你高兴或者愤怒都是有个限度的，在此限度下你可以在一个情绪周期中从一个极端跳到另一个极端。但这个情绪的限度是因人而异的，对于同一件事有些人的生气程度也许比你严重得多。也许在你对一件事感觉沮丧的时候，有些人同样沮丧，有些人则不会；也许你非常悲观，也可能你的另一半总在抱怨你太过死板，不知变通。人们的性格千差万别，但是作为一个互相弥补、抵消的整体，是存在一个平均化的性格的。因此对于整个人群，尽管总需求能快速地甚至是立即发生变化，但它还是在人们的总体情绪限定的范围内波动变化的。想想在“9·11”事件以后人们情绪的波动是多么地剧烈，因此，总需求可以剧烈地变化，而且它在短时期内对价格的影响是很大的。但是在长时期内它对价格的影响会减少，因为它的变化不能超出我们的情绪限定的幅度。

换个角度想一下，你很难让自己的情绪一直处于极端的状态，所以没人能让自己一直非常愤怒或者极度晕眩。这就像你在一个温暖的夏夜去参加一场盛大的聚会一样，你喝了几杯酒，与好朋友谈笑风生，周围环境的一切都很完美，你也感觉良好，但是第二天你就会觉得疲倦。有时事情会在我们身上刻下痕迹，我们对此无能为力。在我们的生活中，有些事情就在改变着我们。但是同样，不管这种改变对我们造成的影响是好还是坏，其影响也是有限度的。总的来说，当我们特别愤怒或者特别高兴的时候，这样的状态都不能持续很久，因为相比于我们的情绪处于平稳状态时，这样的极端状态会消耗我们太多的能量。需求的变动是迅速并有力的，然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会随着时间的流逝返回到中间状态。这也是相比于一段较长的时期而言，需求波动在短期内对价格的影响更大的原因。

供给的波动与需求不同。在短期操作中，实际供给的证券数量几乎保持不变，因为发行新证券并停止旧证券的流通要消耗庄家大量的时间和精力。想想一支股票的首次公开招股发行、公司合并或者只是从银行贷款要花多少时间来完成，以及依法要求公司提供给公众的信息数量有多少。增长的供给在理论层面上意味着供给的股权数在增加，但是因为没人能预先确定交易到底能否完成，所以最初的渴望就被抑制了。对于一次供给，没人能保证可以提供所有必须的手续和步骤，即使可以也要花上好几个月甚至十几个月的时间。如果某种东西你确定不能获得，你就不会对它充满热情。只有随着时间的流逝，一笔交易的结果会越来越明朗，人们才会日益渴望进行这笔交易。

当一家公司决定要发行股票或者出售债券时，首先必须寻找一家投资银行来负责操作整个过程。仅仅这一工作就需要花费很多时间，更不要说通常公司都会在几家投资银行中挑选出一家，因此会制造竞争，同时要消耗大量的时间。交易处于这一环节时，即使潜在的发行方完成了交易，或者说公司有能力完成交易，或者说当交易可以进行时公司有能力也愿意进行，他们是不知道交易到底是怎么一回事的。投资银行家会要求主要的会计公司来核对公司账目，获取最新的公司财务信息，这个过程也要花费大量时间。接下来，在同样充满不确定性的债券发行过程中，投资银行家会与发行家一起工作，确保债券的品质等级能符合三家主要的债券等级评定机构的标准，这三家机构是：姆迪、标准·普尔和芬奇。同时，公司开始向政府递交相关文件，他们请求政府允许他们发行证券，从美国证券监督交易委员会到出售债券所在地的州政府的许可都要获取(或者可以获取有同等效力的海外机构的许可，比如英国金融管理局)。然后他们会将交易投入市场，这又需要几个月的时间。只有在交易快要结束的时候，发行方才开始知道他们是否能够出售这些证券。

也许当这一切完成的时候，市场才开始衰退；也许在交易进行的过程中，市场一直在衰退；也许有个相似的竞争者比你提前两个月进入市场，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而把你的潜在客户挖走了，让你的交易失败。许许多多的交易在最后时刻被取消了，这是多么令人沮丧的情形。

即使所有的条件都具备，这种交易也绝不会迅速、不折不扣地完成。在环境最好的情况下，你可以假设供给状况在短期内是非常良好的。无论别人怎么说，记住，没人能够预测到遥远的未来的供给状况。这也是许多长期的预测会与事实偏差很大的原因。从现在开始的5～20年里，没人知道将会发生什么奇怪的事情。如果你听到有人预测未来10年或者20年内股市的走势，那么和你打交道的这个人，其实是在和你讨论关于资本市场运作中他们不了解的方面。

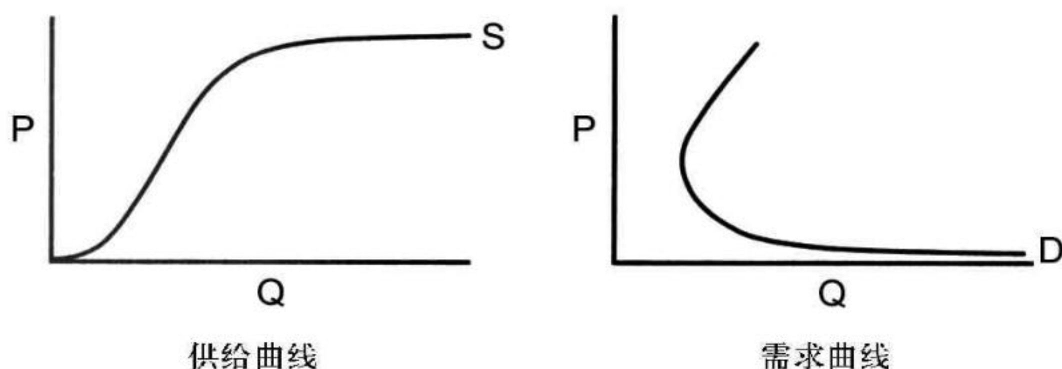
从现在开始，第七、第八、第九年这三年的供给状况变化将决定第十年的股票价格，此价格不受其他因素影响。在2007年，没有资本市场方面的知识或者经验能让人作出这样的预测。但是一般来说，股市的走势基本是正向的。如果要预测股市走势也只能按照这个整体趋势进行，不应该试图预测一两年内的股市走势。也就是说，短期内需求的波动比较有影响力，而长期中供给的变化占优势。有时你会在一定时期内预料到其他人没有预见到的需求波动，但是如果时间久了，你也会看不清它的走势了。如果时间相当长，需求会在极少到极多之间上下波动，但是供给因为受到的影响较少，在市场环境良好、能支持大量新股的形势下一直保持牛市状态，也可能在市场大量停止股票流通时陷入持续的低迷熊市状况。

因为短期内证券的供给是相对稳定的，作为一个投资者，大多数时间你只要把供给和需求作一下比较就行了。确定需求情况的走向，你就可以作出比较准确的短期预测(后面我会解释通常情况下我们也需要考虑供给的状态)。和你一起的投资者很有可能不明白这点，而这就是你知道但他们一般不知道的事情。他们也不会知道，不然我就不会写这本书了。你通过媒体了解到的、从朋友那儿听说的以及从所谓的专家那儿得到的关于投资的基本知识和技巧——把所有的这些都抛在一边，只注意影响需求的因素。投资三问正是为此准备的。影响投资者需求的因素主要有三个：经济、政治、心理活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

供求曲线

下面我要给你讲述的投资知识也许你从没有听说过，你可以以这种生动有趣的方式验证供求关系对证券价格所起的决定性作用。下面的左图代表股权的供给，右图代表对股权的需求。



供给曲线　　需求曲线

供给曲线是S形的，表明当价格上升时，总供给也随之上升。当价格下降时，总供给也随之下降。这是理所当然的！当价格P降到一定程度时，公司就不愿意发行新的股票。如果你是CEO，当价格是收益的4倍时（即盈利价格比是25%），你可以借到更便宜的贷款，那为什么还要发行新股呢？同样道理，价格如果高于某个临界点，并且有上升的趋势，公司就愿意发行更多的债券。为什么？价格上升，意味着增加资本的成本下降，与价格的增加幅度比例相同。在某特定价格水平，供给者会无限地发行股票，因为当资本的成本为零时，公司会希望无止境地发行股票。假设一家公司的实际市盈率是1000（盈利价格比为1/1000），税后的成本率为0.1%。在这样低的成本下，为什么不无限地发行股票呢？你一定会这样做的，购买国库券，使你的每股收益几乎无限地增长。所以，当数量Q趋向无穷时，供给曲线趋向于变平。

需求曲线则类似于抛物线。如果你学过经济学，在你进入研究生院之前，教授们绝不会给你展示一张这样的图像。在一种极端情况下，当股票价格足够低时，人们需求的数量就是100%。假如一个公司已经处于破产边缘，你可以用20美元买下它。我不是说公司的每个股份只价值20美元，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而是买下公司所有的股份只需20美元。因为通常情况下不允许公司将亏损转移给其购买者，你买下整个公司什么都不会失去。任何智力正常的人都会将它买下，如果你可以控制这家公司，也可以不管它。如果它有所好转，你就获得了收益；如果它一直没有起色，你也不会损失什么。如果这家公司以25美元出售呢？你也会买下它，只是在交易结束时少喝一瓶啤酒而已。股票价格慢慢上升，你还是会买下整个公司，只是购买的热情随着股票价格的上涨逐渐下降。当股票价格到达一定水平时，一切都得要经过理智、慎重的思考了。股票价格越高，你购买的积极性越低。如果股票价格上升了20%，你还是想要购买这家公司，只是购买欲望没有股票价格较低时那么强烈而已。

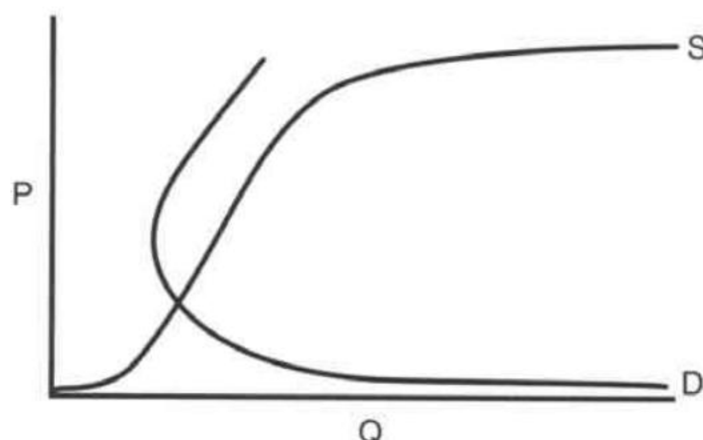
当股票价格高于某个临界点时，会开始发生奇怪的事情。这个临界点就是一家价值型公司不再被当做价值型公司对待，而是被看做增长型公司时的股票价格。

如今，股票价格越高，拥有股票越多就被认为越体面。股价上涨幅度越高，人们就越渴望购买股票，对不同价位股票的需求量就越大。这就是微软公司在整个20世纪90年代经历的情形，雅虎在1999年也经历了同样的情况。这种情形代表了良好的需求，在泡沫经济达到顶点时通常会出现这样的状态。随着价格的上升，人们把上涨的股票称为“魔力”股，不再叫做上涨的股票。而有经验的投资者则认为这种情况是不正常的，股市处于非理性状态。让我们看个例子：1995～2000年，在科技股泡沫破灭前，随着股价的上升人们对科技股的需求持续增大。投资者认为他们必须拥有美国高通、亚马逊、易趣等公司的股票，这些股票的价格越高，投资者的这种感觉就越强烈。这就是泡沫形成的原因：价格升高实际上会使需求量加大。

下面让我们把两条曲线各自复制到一张几乎透明的纸上，把它们转换为相等单位。然后把需求曲线和供给曲线画在同一个坐标系中，两个曲线的交点就是当前的价格，你得到的是下面的图。

还记得你在大学的时候所画的类似的供求曲线吗？曲线向右上扬意味着需求在增长，曲线左移意味着需求在下跌。需求处于增长的状态时，需求曲线右移，说明人们对于每种价格的产品的购买欲都较强；需求下跌，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



需求曲线左移，说明人们对于每种价格的产品的购买欲都较低。供给曲线右移，说明供给在增长，即对于在每种价格下，供应商都倾向于提供更多的产品（也许是因为技术的进步或者相关法律条文变化了）；供给减少，供给曲线左移，反映了供给者提供每种产品的渴望都在减少。

根据新画的曲线图，我们可以推出以上内容，接下来奇怪的情况就出现了。

将需求曲线向右移，表明市场的总需求增加，使得价格上涨。把曲线向左移动，表明市场的总需求减少，价格会下跌。现在，将需求曲线向右移动，使得它与供给曲线不再相交，并将供给曲线的曲率增大。这时，供求曲线在一些价格下互相重叠，定价不再是线性的，而是会呈爆炸性上升。在重叠的区域，会有大量的短期投资，股市表现出某种“魔力”（魔力股），价格也会显著上升——就像网络股在1999年经历的情形一样。

如果把需求曲线往回移（即使只是左移一点点，代表总需求略微下降），或者将供给曲线向右移（说明总供给在上升），就可以看到这种魔力股的下跌速度有多快，几乎和它上涨的速度一样快。回忆一下2000年网络股的下跌速度，这正是当时网络泡沫现象发生的原因。在同一领域供给的增长超越了需求的增长，导致泡沫破灭，然后需求下跌，将科技股神话击溃。

无论何时你发现了价格的奇怪波动现象，会帮助你理解现象后面的本质。在短线投资中，影响价格的主要因素是需求状况；在长线投资中，影响价格的主要因素是供给状况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推动股票需求量的三个因素

经济因素

像GDP增长数字、公司盈利、技术革新、预算赤字、货币政策等都是影响股票需求量的经济因素，但是只有技术革新对公司的运营状况和股票价值造成直接的影响。美国目前的GDP增长态势良好，但这并不说明一家公司的生产效率比其他国家同类公司的生产效率高，也不表明它更有价值。

也许一家公司在制造新型产品、推行全新的更具效率的管理模式时，它的盈利处于经济周期中平缓的时期，增长不明显，但公司的确正在变得更有价值。如果GDP增长迅速、公司盈利状况超出人们的预期范围，那么通常人们对经济的前景会持乐观态度，愿意在股票投资中冒更大的风险（除非他们认为当前的经济状况实在太好，处于物极必反的临界点）。如果经济处于衰退的状态，各个公司举步维艰，投资者对股市就不会非常热心。

如果投资者没能正确理解经济新闻传达的信息，或者他们掌握的信息不够准确，那么他们通常会陷入困境。投资者普遍过于依赖已知的信息，如果有关部门发布了一份格外理想的失业率报告，这时投资者再采取投资行动为时已晚。股市已经做出了反应，不管消息是好是坏，股市的反应几乎是同步的，而不是在消息传播开以后。

政治因素

大选完成了执政权的更替，预示着未来的立法会对现有的税收制度等造成冲击，这是政治因素影响股票需求量的例证之一。回顾一下第二章的内容，即将发布的新法，尤其是那些会对物价造成影响的法律法规，也许会导致广泛的经济损失和政治性的犯罪。那些政客无法弄明白为什么政策对市场风险影响巨大。

有时这种影响和立法是没关系的。当里根总统发起“美国的早晨”广告运动时，他也许并没能理解他是在把美国介绍给美国人。这些广告成效显著，唤起了美国人的爱国热情，使他们对自己的国家更有信心。1984年，李·格林伍德的金曲《上帝保佑美国》在某种程度上来说是这次运动的延

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续，也起到了相同的效果。有时一次精彩的游说演讲就可以作为影响股票需求的政治因素。

一般来说，资本市场是害怕变化的，这也是资本市场理论中存在所谓“选举带来的周期”论调的原因。市场不知道一个政客究竟是狂热分子还是骗子，或者只是个傻瓜。通常适合市场的最佳政治状态就是僵局，因为僵局意味着维持现状。自 1994 年 11 月到 2000 年，美国政坛处于僵持状态，而市场表现非常出色，这绝不是巧合。因为市场不用担心人数略多的共和党组成的议会通过，民主党总统签署的法律会被他们的几宗丑闻蒙上阴影，并受到选票数量的困扰。

许多人都认为裁减税收会导致预算赤字，危害经济，这是你已经能够用问题一辨别的典型错误观点。报纸的专栏社论和媒体评论充斥着所谓理性的观点，宣传赤字将导致经济衰退、熊市、高失业率，使人们的希望破灭。一派胡言！这些人根本不明白我在第六章揭示的道理：赤字会促进 GDP 增长，使股市保持良好的投资回报率。最重要的是，无论是民主党还是共和党组建的政府从来不能让任何事正常运转。正如福特总统所说的：“如果政府生产啤酒，半打(6 瓶)装会卖到 50 美元，并且非常难喝。”

投资者的感觉

第三个因素就是投资者的感觉，这是纯粹的心理上的活动。感觉总是在变化——每周在变，每天在变，甚至每一分钟都会发生变化，任何事情都有可能影响投资者的心情。在许多方面，情绪的变化并不比我们前文提到的聚会更复杂。聚会当天你感觉良好，但第二天早晨感觉就变了。接下来的日子你仍然会感觉很好，正如前文所说的，我们不能让自己的情绪长期保持在极端的状态，但是我们可以人为地暂时将情绪保持在极端状况。

焦虑之墙

当你的朋友和同事在哀叹事情有多糟糕的时候，你可以肯定他们不久会感觉好些，情绪得到改观。其中最焦虑的人，甚至因事后认知偏见低价卖掉自己的股票，他们也会逐渐找回自信，并再次进行投资。投资者对价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格上涨的最初反应是欢呼雀跃，但是由于担心价格上升到顶点会开始下跌，他们的情绪又恢复到比较平静的状态。价格再继续攀升会使投资者感到恐惧，因为他们并没有预料到股价会上涨这么多，开始担心股价下跌。由于投资者对损失的担忧程度超过了收益给他们带来的喜悦程度，他们的焦虑进一步加剧。这就是牛市攀升形成的“焦虑之墙”。股价涨得越高，那些没有思想准备的人就会越担心。因为他们不知道股价为什么会升高，不能理解为什么股价不会下跌，对股价下跌的担忧主宰着他们的情绪。

这方面一个很好的例证是熊市结束后第一年的投资回报率较高。当人们认定他们面对的市场风险最大时，他们就错过了风险最低的投资时期。熊市过后第一年的投资回报率远高于平均水平，如表 7.1 所示。

表 7.1 熊市过后第一年的股市回报率

熊市最低点	大盘触底后一年的标准·普尔 500 指数
1932.7.8	171.2%
1938.3.31	29.2%
1942.4.28	53.7%
1947.5.19	18.9%
1949.6.13	42.1%
1957.10.22	31.0%
1962.6.26	32.7%
1966.10.7	32.9%
1970.5.26	43.7%
1974.10.3	38.0%
1982.8.12	58.3%
1987.12.4	21.4%
1990.10.11	29.1%
2002.10.9	33.7%
平均	45.4%

数据来源：全球金融数据

第四章我所说的用来说明股权的曲线的原因是人们是衡量感觉的良好指标。曲线表明在某个时间点人们的感觉如何，而不是预示感觉变化的走向。如果你了解曲线的这个作用，你就可以预测股市未来的走向。比如在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪90年代晚期，统计数据不足以说明牛市即将到来。市场走高是因为需求太低，需要增加了。第四章的曲线是用来衡量投资者心理状态的一次出色的资本市场技术革新。

供给在市场中的作用

供给就像一架手风琴，不停地被拉开，又合上。如果忽略其他条件，那么首次公开招股发行、重新发行的股票数量以及债务的数额是没有限制的。同样，在通过股票回购和以现金进行的收购中，能回收并停止流通的股票数量也是没有限制的。

当供给不断增加时，不论需求状况如何，股价最终会下跌。供给的作用就是如此。以20世纪90年代晚期的科技股为例。当股价迅速攀升时，每个人都想购入股票。假设公司A研制出一种新产品，公司的总市值为10亿美元。在放弃一小部分公司控制权的同时，公司以很高的价格出售股票募集了一大笔钱：出售了公司20%的股份，募集了2.5亿美元的资金，其余的80%股票还和以前一样由公司控股。这使得公司A的价值增加，达到12.5亿美元。如今，原来拥有公司流动资产股份的股东以及公司的创建者们拥有了高价位的公众证券，使他们都迈入百万富翁的行列，他们很高兴。投资银行家也收益颇丰，他们收取的费用是2.5亿美元的7%，整整1750万美元！

观察者眼看着价格在上升，寄希望于股市能再提供一个类似的机会。因此他们找到一个企业家，募集风险投资，建立了私人公司B，与公司A的业务范围、经营方式都很相似。他们也找到投资银行，资助公司B上市，以赚取利润。如果公司B的经营状况、股市表现都十分良好，就会有其他人建立公司C、D、E甚至F。

因为公司A拥有高质量制造新产品的生产线，决策者意识到他们可以通过发行更多的股票以继续扩大资本。他们感到公司可以从那些没有经验的新手和希望盈利的投资者那里获得更多的资金，这次只出售公司A股份的17.5%，就募集到了3.5亿美元资金。现在公司A的价值达到20亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家成熟、庞大的公司X，市值为1000亿美元，觉得不能再对这种热销的产品熟视无睹了。他们为收购公司A进行了恶意投标，出价30亿美元，用公司X的新股票来支付。公司A的股票就消失了，由X取代，价值比公司A的市值20亿美元多了10亿。公司A的股东又得到了一笔收益，但是，一下子多出了许多新发行的股票，收益还和以前一样。和许多公司收购案例一样，这使得股票的价值降低了，因为收益没变而股票数量增加了。所有的首次公开招股发行的股票和新发行的股票使得这个热门产业接近饱和，最终，供给超过了需求，价格开始下跌。如果需求也下跌，那么价格就一落千丈了。

科技股首次公开招股发行的热潮在2000年3月最后消退之后，科技股市场开始崩盘，需求一直下跌，在2002年和2003年两次触底。这次科技股泡沫的替罪羊很多，人们责怪科技公司过分增加自己的价值。在一个时间点上，公司的价值取决于人们愿意为它支付的资金总额。如果投资者没有制订周密的经济策略，就高价买入一家愚蠢的公司的股份，这是投资者的过错，不是公司的过错。人们还把责任推到公司的财务总监身上，说他们太贪婪。公司制定的财务规则也被认为太过宽松，不够严格。

事实上，唯一真正造成科技股泡沫破灭的原因，是市场供给过多。有人会把这归咎于投资银行家，可无论你对他们的感觉如何，让他们承担泡沫破灭的责任是不公平也是不合理的。投资银行家只根据客户的需要（更多供给或更多需求）来进行投资活动。导致泡沫破灭的罪魁祸首是投资者对自己过度地自信，在某一领域无限制地投资。投资者的投资欲实在太强了，导致需求居高不下。如果离开投资者的需求，投资银行家们绝不可能货款给投资者，也不会造成市场供给过量。

如果最近热门产业股票的首次公开发行有过量的迹象，你绝对应该时刻保持警惕。在整个投资史上，每次我们关注所谓的热门产业时，投资者都会宣称："这一次是不一样的。"事实上每一次都没有本质上的区别，只是在无关紧要的细节上略有差异。造成供给远高于投资，进而导致价格下跌这一现象的原因从来都是相同的。（如果你不相信每次产业过热都没什么不同，那么在下面的内容中你将能看到更多的证据，这是我在2000年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3月6日发表在《福布斯》上的专栏文章，文中将当时的科技股泡沫和1980年的能源股泡沫做了对比。）

重温 1980 年

科技股现在已经处在泡沫的尾期了。一般来说，我并不喜欢“泡沫”的说法，这个词已经被极端主义者用滥了。但是19年前我也看到了与现在类似的泡沫现象，并见证了它是如何结束的。如今，科技股经历的情形正如1981年年初的石油股遭遇的情形一样。

回忆一下，在1980年能源股的增长势头显得不可遏制，同时市场处于仍在快速增长的严重通货膨胀状态，推动商品价格一路飙升。OPEC（石油输出国组织）成为卡特尔集团，在两伊战争中获取了巨大利益。在1980年末，一桶原油的价格是33美元，预计在4年以后会上涨到100美元一桶。没人预料到石油价格会下跌。

可是如今，这种情况又一次发生了，只不过不同的是情况发生的领域不是石油，而是互联网。

也许你不愿意看到下面的事实。科技股在标准·普尔500指数中的权重由1992年的6%增加到1998年的19%，并于1999年达到30%；能源股的权重则由1972年的7%增加到1979年的22%，并在1980年年末达到28%。

你一定也对投资科技股的丰厚回报了如指掌：1998年的投资回报率是44%，1999年则上升到130%。同样，1979年的能源股投资回报率是68%，1980年达到83%。随后泡沫就破灭了。1981年末，能源领域的权重跌到了23%，基本上都是在下半年跌落的，其股票下跌了21%，标准·普尔500指数下降了4.5%。1982年，能源股又下跌了19%，但是在这一年，标准·普尔500指数上涨了21%。

接下来看一下美国市值前30名的股票，这些股票一共占了美国总市值的36%。其中，刚好有一半是科技股，而在1980年末，占据一半席位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的是能源股。当然，如果你对人们的需求以及未来的科技发展很有信心，那么当前的权重系数对你也许有参考价值。但是如果你相信股票的供给会一直增加，事实则不会如你所愿。

再比较一下1980年和现在的首次公开招股发行情况。当年的上市公司众多，能源公司占了20%，这一共使得美国的股票数总量增加了2%。1999年，科技股占首次公开招股发行的股票21%的比重，也使股票总数量增加了2%。也许你觉得这些比例并不大，实际上它们大得超出你的想象。当新上市公司的资金链断裂的时候，泡沫就破灭了。

许多能源公司进行首次公开招股发行，是为他们研发某种专门的能源技术或者在偏远的地方寻找石油募集资金。像美孚这样的垂直整合型巨头企业，本身拥有进行采集、提炼、出售石油的完整业务线，而别的能源公司很难有这样的规模——在1980年前50名能源股中，没有一个能源股是在1979年或者1980年首次公开招股发行的。最终，许多公司都难以维系，破产倒闭了。但是如今，科技股前50名的股票中有11支股票是于1998年或者1999年首次公开招股发行的，这就意味着任何一家科技公司破产造成的损失会比以前大得多。

大多数科技公司才起步不久，类似于1980年首次公开招股发行的能源公司在行业中所处的情况。哪家公司的网上销售量最大？亚马逊吗？不，答案是英特尔公司，它通过互联网向客户出售芯片，1999年的在线销售额比所有其他网络公司的销售额的总和还多。联邦快递的网上业务比美国在线要大，更是雅虎的17倍！

大多数网络股只是由市场定位不清、缺乏可行的企业策略的公司发行的。许多在线商家网上销售并没有实际毛利润，而这是致命的，必然会导致灾难的发生。

和1980年首次公开招股发行的能源公司一样，这些新科技公司大把烧钱，希望能得到公众的关注。不久，20年前的一幕将会重现，许多公司将缺乏现金——现在就有140家公司的资金不足以维持公司1年的运作。于是人们就会担心下一个缺少现金的将是哪家公司，导致许多优质股跟着下跌。抛售科技股的情况会越来越严重，甚至会波及最稳定的科技股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知道哪家公司的泡沫会最先破灭,也许有些公司会发行更多的股票来维持公司的运转,但是大多数没有弹性商业模式的公司是最可能率先倒下的。虽然我不认为这种情况会马上发生，但是我认为它也不会拖得太久。

我曾预计2000年的标准·普尔500指数走势将是平的，科技股会下跌15%，现在我仍然这么认为。随着2000年的临近，人们应该减少手中持有的科技股数量，只留下规模最大、经营最稳定的公司的股票；应该多买入国外公司的股票，降低对美国本土公司的期望。

兼并热潮

虽然股票的供给能够无限增长（在长期投资中，这对于股票价格并不是个好的现象），但是当公司认为其股票价格过低时，会采用现金购买自己股份的方式来减少供给的股票数量。第六章我们讨论过现金回购现象，前文则讨论过完全由现金交易完成的收购，通过这两种方式，供给也几乎可以被无限地减少。借助问题二，我们知道在用现金交易完成合并的热潮之后，伴随的应该是良好的股市回报率。如果需求量保持不变（甚至增加），供给量减少，价格一定会上涨。对于身处2007年的你，这意味着什么呢？这意味着如果你的投资策略恰当，在2007年应该收入颇丰；并且如果供给没有增长，2008年你也可以有同样的收益。2002年美国的收购风潮涉及的公司价值加起来不到10亿美元，而到了2006年增长到500多亿美元。在其他条件相同的情况下，供给的大量减少会推动需求量增加、股票价格上涨。当然，它不是使你从投资中获利的唯一因素，但是确实可以使你减少亏损。

那么如何利用问题二揭示真相呢？很简单，只要弄清采用股权进行的合并（降低股票价值）和采用现金进行的合并（增加股票价值）的区别就可以了。

市场上是否有许多公司进行了首次公开招股发行？是否用股票进行的收购方式更多一些呢？如果答案是肯定的，那么市场将有可能向熊市发展，而大量的现金收购现象将可能导致牛市出现。可惜大多数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者不能从相关新闻中发掘有效的信息，因为他们根本不知道如何去做。

了解频繁的现金收购活动将促进股市繁荣这一事实，可以帮助你预测股市大盘的大致走向。了解这一事实能为你提供足够的信息，让你知道自己该偏重于哪个产业的股票吗？或者让你决定投资哪类股票？绝对可以！只要找到正在进行合并的那个领域，从中挑选一支合适的股票就可以了。在合并消息被公布的时候，你选择的股票价格将会大幅攀升。事情就这么简单。如果你不确定自己该怎么做，下面我将会告诉你如何确定投资目标，并举出几个例子。

驾驭收购和兼并的浪潮

当公司的盈利收益率（即盈利价格比，市盈率的倒数）高于其税后贷款成本时，公司的管理层就会希望贷款，然后将贷款用于回购自己的股票或者收购竞争对手的公司。使用廉价的贷款收购竞争对手的公司，公司有效地吞并了收购对象的利润，使自己的每股盈利上升。回购自己的股票也有相同的效果！

寻找收购目标

通过寻找被收购时机已成熟的公司的股票，你就能自如地驾驭兼并浪潮来为自己盈利。支付给股东的兼并保证金通常会使股票价格大幅上涨。能够成为合适的收购对象的目标公司通常具有以下全部或部分特征：

1.股票价格低。
2.充足的现金流。
3.良好的资产负债水平。
4.品牌过硬。
5.在公司所处地区竞争力强。
6.占有相对大的市场份额。
7.公司规模较小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.有效的销售网络。

9.不以控制股东为目标。

通过阅读股东报告（可从公司网站免费获取），你就可以检查一家公司是否具有以上特征。

美国信用卡公司

在2005年5月9日的《福布斯》杂志专栏中，我曾撰文推荐美国信用卡公司的股票。美国信用卡公司是世界上最大的信用卡公司，发行的信用卡包括Visa、万事达、美国运通等卡种。公司经营策略很成功，专门为协会以及金融机构等组织服务。除了信用卡业务，美国信用卡公司还开展消费者和家庭股权贷款业务。该公司具备成为一个标准的收购对象的全部要求：过硬的品牌、良好的资产负债状况表。另外，以公司12次的出售收益状态来看的话，其股票的价格是相当便宜的。美国银行也这么认为，他们在2005年6月30日宣布要收购美国信用卡公司，而当天交易日结束时，美国信用卡公司的股票上涨了24%。如果你在我推荐这支股票的那天就将其买进，你会得到高达30%的丰厚回报。

加拿大太平洋海运公司

许多美国人都不愿投资国外股票，他们担心投资国外股票会给自己带来严重损失。在2005年4月18日的《福布斯》专栏里，我推荐了加拿大太平洋海运公司的股票，当时它是非常理想的收购对象。这个海运公司的总部设在英国（英国人其实更加美国化，而不是欧洲化），它的80%的业务活动都集中在北美。该公司拥有一支由80条船组成的船队。因为船运业是个周期性的行业，所以在2005年，这支英国的股票被人们忽视了。但是船运业也是个发展潜力很大的行业，以2005年的13次收益水平来衡量，这支股票十分便宜，并且实际的收入达到了37亿美元。德国的TUIAG是一家规模庞大、经营业务多样的旅游和船运公司，在2005年8月22日宣布收购了加拿大太平洋海运公司，此举快速拓展了其船运业务，并节省了大量成本。收购消息被公布的当天，加拿大太平洋海运公司的股东手中的股票就上涨了8%。而如果你在我推荐的当天就购买了其股票，那么你将得到56%的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一般来说，如果相比于发起收购的公司长期贷款的税前成本，收购对象的股票总价值更低，同时收益率较高，这一交易就是现金收购交易。假设平均的公司贷款利率是6%（BBB级10年债券利率），而平均的公司税率为33%，那么税后的贷款成本就是4%。在收购对象的价格保证金比率为25%的情况下，其收益率就要高于4%。因此，在合并消息被公布前，大多数收购对象的收益率都在5%以上，即市盈率低于20%。为了使交易结束后收购者的每股盈利能最大限度地增加，则收购对象的收益率越高越好。大多数现金收购对象都是市盈率低的价值股（收益率较高），在现金合并热潮中，寻找这样的股票，让自己赚一笔吧。

没有万能的股票投资模式

供求关系是决定股票价格的唯一因素，而这就是为什么目前使用的指数、投资方式不能一直适用的原因。如果某种类型股票的投资者（比如高市值增长股票、低市值价值股票、日企股票、生物技术公司股票等）相信自己选择的股票类型永远比其他的好，那么他的想法有可能是正确的，也有可能是不正确的。

但是当一种股票类型的投资者告诉你他的股票类型永远都比较好（这些人一直都这么认为）的时候，实际上是在告诉你他根本不懂市场。如果在合适的环境下给予足够的时间，供给是具有无限弹性的。而在中短期投资中，需求则不断上下跳跃。没有任何证据表明某种类型股票的供给是确定的，是不能被回购或者停止发行的，并且也没有任何一种股票的长期走势可以被人们预测出来。因此，如果某种类型的股票存在需求，那么投资银行家就会满足这种需求，他们不会考虑要适度投资，以保证这种股票能一直保持走势良好。

自2000年起，低市值价值股票成为投资热门股票。我提醒你注意一点：当高市值增长股票低迷不振时，低市值价值股票却表现良好，这两种股票的表现是处于两个极端状态的。如果一个表现良好，另一个必然走势低迷。如今，许多投资者认为低市值价值股票会永远表现优异。我在30

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前开始接触低市值价值股票，那时这个名词还未产生。我的第一本书《超级股票》（1984年出版）主要讲述市销率（PSR）方面的内容，我在书中详细介绍了如何利用市销率来找出其他人发现不了的低市值价值股票，那时“低市值价值”这一概念仍然没被提出。在20世纪80年代中期，低市值价值股票的良好走势即将结束，那时这个概念才逐渐发展起来。

1989年，一家为各种机构提供咨询的公司卡蓝协会（主要提供养老金理财计划）所属的小组首先引入了“低市值价值”这一概念，帮助机构投资者评价一个经理的优劣表现，包括我在内，当时这个小组只有12个人。人们根本找不到任何其他的只从事低市值价值股票投资的经理，这就是20年前这个类型股票的状况。

如今，我的公司在养老金理财、捐赠、基金等方面的业务运转良好，管理的资金超过10亿美元。多样化的投资组合是一个很好的市场策略。但是每种类型的股票都有表现出色的时候，也有低迷不振的时候。人们忘记了这点，其实他们本该明白这一点的。

一位美国的著名学者，他是低市值价值股票的忠实信徒，在2006年6月14日的《华尔街周刊》上发表文章，称根据长期投资的历史来看，低市值价值股票始终是良好的投资最佳的选择。错！所谓低市值价值股票在长期投资中的优秀表现，其实是某种程度的数据陷阱。确实，数据表明这种股票是最佳的投资对象，但是实际上你并不能从中获利，就像我在第四章中所论述的那样。历史上有长达几十年的时期低市值价值股持续低迷，足以改变你的看法。

1928年开始的一段时期表明，低市值价值股票比高市值价值股票或者整个市场表现都要好（那时是这一概念刚刚成熟的阶段），但是大部分收益都来自于非常小的股票。没人提到过这点。同时，这些公司的买卖差价也比较大。回到二十世纪三四十年代，这些小股票的买卖差价通常在20%～30%之间，并且这一差额在计算中还未经过调整。就在卖方出价和买方叫价中，股票一进一出就消耗了公司的大部分收益，并且不包括交易花费。

我写下上面的内容并不代表我反对拥有低市值价值股票，支持买进高市价值股票。如果你认定在长期投资中一些事情应该是什么样子的，而实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上并不是，那么随之而来的就是相当长的“痛苦期”。这些“痛苦期”持续的时间太长了，长到使每个人都不再觉得难以忍受。5年、10年或20年的“痛苦期”，供给的变动会消耗掉市场的大部分利润和相当数量的资产。而在更长的时期内，所有主要的股票类型，只要经过正确计算得到的回报率基本上都是相同的。坚信某种股票会一直上涨并持续追加投资，并不会使你将来就得到丰厚的收益。

美元贬值，美元升值——究竟关系到什么？

在自由交易的证券类型中，你知道供求关系在起什么作用吗？你当然应该知道。我们可以用供求关系来分析美元的变动状况，从而发现更多的如问题二所指的隐藏的真相（同时揭穿更多假象）。

近年来，美元的疲软表现对市场造成了一定的危害。甚至美元疲软到已经超出了人们能够接受的程度，导致了市场灾难性的萧条。投资者忘记了在20世纪90年代晚期，美元过于坚挺，外国投资者不愿意和我们进行贸易，使得我们的经济进入萧条期。那么按照这种逻辑，哪些因素会使我们的经济避免萧条呢？也许美元和其他货币之间存在一个理想的汇率，但是我不知道这个汇率到底是多少，我们应该怎样做才能在自由贸易中使汇率维持这个水平不变。投资者一定相信有这样的理想汇率存在，因为他们不断抱怨美元升值或者贬值，把我们的经济拖入深渊。

沃伦·巴菲特是著名的“反”美元人士，不幸的是，在他所处的时代美元总体来说表现还不是很糟糕。巴菲特先生聪明过人，但是预测市场总体走向、利率水平、商品价格（货币也是商品）等都不是他的强项，他也没有接受这些方面的特别训练，因此他的预测也很糟糕。2003年11月10日的《财富》杂志刊登了巴菲特先生的一篇文章，巴菲特先生在其中警告说，我们的贸易赤字会造成美元永久性疲软，并对经济造成难以恢复的危害。很明显，他错了。我在第六章中揭示了我们的贸易赤字在增长，没有减少，但是在巴菲特先生作出了他的“经济末日”预言后，美国的年均实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

际GDP增长率达到了令人惊奇的3%，并且在2002年经济开始复苏以来，市场的投资回报率都是正的。同时，美元在2004年和2006年表现疲软，但在2005年表现坚挺。自2004年1月到2006年6月30日，贸易的美元权重下降了1.96%，没有出现巴菲特预言的情形。

现在，你应该能很好地理解第六章的内容了，那就是巨额贸易赤字是经济状况良好的表现，并不会导致经济萧条，所以贸易赤字和美元是坚挺还是疲软没有太大关系。再来问一下第二个问题：是美元坚挺重要还是美元疲软重要呢？

尽管美元是货币指标，但它也能作为推动需求的经济动力。美元的未来走势如何？将对股票产生什么样的影响？如果你注意到并弄清楚了这些其他人没有注意到的问题，那么这些问题对于你的投资将有非常大的参考价值。问题二还包括另外一个问题：知道了美元的未来走势，你还能从中发现什么东西？但是首先，我们得回答问题一：在你认为会导致货币价格波动的因素中，哪些因素实际上起不到这样的作用？让我们来澄清一些错误的观点和看法。

五个错误观点以及更多的供给和需求

错误观点一：美元仍然在贬值

在我2006年写作本书的时候，大多数投资者都倾向于认为美元还在贬值，并且会一直下跌下去。询问你的朋友——同学、家庭成员或者高尔夫球友——对当前美元的看法，你得到的答案多半是他们觉得美元一直在保持几年前的上升水平，直到近几个月才开始贬值。专家们根据他们2005年和2006年对市场的预测，认为美元会继续严重贬值。但是他们忘记了美元的走势绝不会只朝一个方向发展。美元在摆脱2004年的疲软状况之后，在2005年大幅升值。但是到了2006年中期又开始下跌，回到与2004年持平的水平。提醒你要注意的是，这段时期美元的总体走势平稳，但是货币和其他在开放市场中交易的证券一样，也存在波动性。然而，人们仍然认为美元一直疲软并持续下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 7.1　货币的“三年定理”

货币	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
美元/欧元	(12.2%)	1.7%	10.7%	8.5%	(9.3%)	(6.4%)	4.9%	13.5%	(5.4%)	16.4%	6.8%	5.4%	(15.2%)	(16.8%)	(7.2%)	14.6%
美元/英镑	(16.4%)	3.2%	23.4%	2.4%	(5.5%)	0.8%	(9.3%)	3.7%	(0.5%)	2.7%	8.0%	2.8%	(9.6%)	(9.9%)	(6.9%)	11.4%
美元/日元	(5.5%)	(8.1%)	0.0%	(10.6%)	(10.8%)	3.8%	12.0%	12.7%	(13.1%)	10.0%	12.0%	14.5%	(9.3%)	(9.7%)	(4.3%)	14.9%
美元/澳大利亚元	2.3%	1.6%	10.5%	1.3%	(12.4%)	4.3%	(6.4%)	22.2%	6.2%	(6.7%)	17.4%	9.1%	(8.8%)	(25.5%)	(3.5%)	6.6%
美元/加拿大元	0.2%	(0.4%)	10.0%	4.1%	6.0%	(2.7%)	0.4%	4.4%	7.0%	(5.6%)	3.8%	6.5%	(1.5%)	(17.7%)	(7.1%)	(3.3%)
美元/新西兰元	1.0%	8.9%	5.0%	(8.1%)	(12.6%)	(2.0%)	(7.6%)	21.3%	10.4%	1.0%	17.8%	6.5%	(20.6%)	(20.1%)	(8.7%)	5.2%
美元/瑞士法郎	(17.3%)	6.4%	8.0%	1.3%	(11.9%)	(11.8%)	16.1%	9.1%	(6.1%)	16.0%	1.3%	3.0%	(16.7%)	(10.4%)	(8.0%)	15.4%
美元/日元	7.2%	(9.3%)	(10.1%)	(17.3%)	(1.8%)	8.2%	9.1%	(0.6%)	(7.5%)	(22.4%)	4.6%	8.9%	6.3%	8.3%	2.9%	(1.5%)
美元/英镑	(5.0%)	1.9%	11.0%	(5.5%)	3.9%	5.4%	(11.9%)	(8.3%)	6.3%	(12.2%)	1.2%	(2.8%)	6.4%	8.2%	0.3%	(2.8%)
美元/澳大利亚元	15.9%	(1.4%)	(2.2%)	(8.8%)	(3.5%)	11.9%	(10.6%)	4.6%	14.4%	(20.0%)	10.3%	2.9%	7.1%	(10.2%)	3.6%	(7.3%)
美元/日元	12.9%	(10.7%)	(19.1%)	(12.6%)	(5.5%)	2.6%	24.0%	7.7%	(12.3%)	(12.1%)	3.4%	11.8%	0.2%	0.4%	2.5%	3.0%
美元/澳大利亚元	22.5%	(1.5%)	(10.5%)	(1.1%)	(7.5%)	3.5%	3.2%	17.2%	7.4%	(9.2%)	9.1%	5.8%	0.6%	(16.9%)	3.1%	(4.4%)
美元/加拿大元	19.9%	(3.5%)	(10.6%)	1.3%	12.0%	(3.5%)	10.8%	0.4%	8.5%	(8.5%)	(4.1%)	3.5%	9.5%	(9.0%)	(0.6%)	(12.8%)
美元/瑞士法郎	1.1%	(3.0%)	14.3%	0.9%	7.3%	14.6%	(22.3%)	(4.3%)	5.0%	(11.4%)	6.6%	0.2%	8.6%	0.5%	1.4%	(351.0%)

数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元一直疲软或坚挺，真的是这样吗？让我们看一下表7.1提供的数据。

表7.1将美元、欧元、英镑和其他主要西方国家的货币作了比较，美元疲软的年份用阴影标出。注意画阴影的部分，不用看数字，你就能清楚地看到美元的走势不是只往一个方向运动。

以这种方式来观察货币价格的波动是很直观清晰的，与另一种货币相比，主要的币种都经历了疲软和坚挺循环的过程，一般2～4年走势就会变化。时间越长这种变化越少发生，我称之为“三年定理”。“三年定理”很少失效。首先，从1993年到1996年这4年的时间里美元比新西兰元疲软。但是因此就把“鹬鸵元”（译者注：鹬鸵为新西兰特产动物，新西兰货币上有鹬鸵的图案）称为主要货币也是不合适的，因为整个新西兰的人口只相当于美国克罗拉多州的人口。而日元与欧元、英镑相比较，疲软和坚挺循环的周期大概是4～5年。但是日元是亚洲货币，并不完全是西方货币。

总的来说，这一定理适用于西方国家货币之间的比较，这些货币按照一定的方向变化时间一般不会超过3年，“3年定理”即由此得名。在2004年年末以及2005年整年，因为美元的疲软表现，绝大多数预测者都认为股市回报率会下降，因此造成股市萧条和低迷。即使我没有掌握其他的信息，根据“三年定理”，我也能确定不久股市一定会出现转折；同样，我知道在2005年全球和美国股市应该都是向正向发展的（在2005年1月31日的《福布斯》专栏中我撰文作出了这个预测）。我仅根据坚挺的美元会带来惊喜和长期不出现美元灾难性波动这两个看似微不足道的信息作出上述预测。注意坚挺的美元会推动股市增长这一说法本身并无根据，但是如果人们十分不愿看到疲软的美元出现的话，一旦股市较好他们就会很高兴，情绪被提升，从而推动了股市的发展（所有这些都是在围绕股票的供求关系变化的）。2005年，伴随相对坚挺的美元而出现的是没被人们预测到的牛市，事情就这么简单。

错误观点二：预算赤字会导致美元贬值

你可能已经看出这个观点的荒谬之处。但是，人们通常都认为预算赤

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字是美元疲软的替罪羊（持这种观点的人同样认为坚挺的美元是有益的，而疲软的美元不利于经济发展)。但是持有这种想法的人甚至会这样认为：他们认为外国人会因此觉得我们没有能力使自己的财政保持正常运转，从而减少了对美元的需求。

首先，美国的联邦预算赤字对经济或股票不会造成任何不良影响。不但如此，预算赤字是件好事，因为它能增加资本的流通速度，增加债务（你也知道债务是件好事而不是坏事），并且能使私人手中的财富增加。我在第一章说明了历史上在预算赤字达到顶峰的其后一段时间里，经济繁荣，股市兴盛，而预算盈余带来的则是一片死气沉沉的经济景象。

其次，汇率是货币现象，预算赤字是财政概念，这两者没有任何关联。其中一个变化了，不会引起另一个变化。绝对不会！没错，如果中央银行为了偿还债务而生产更多的货币，会使得货币数量增多，有可能导致美元贬值。但是为什么不把注意力只集中在货币的生产上呢？因为是货币生产导致了货币的贬值，无论是否存在赤字，货币生产都会使美元贬值。

第三，在整个20世纪80年代以及90年代初期，美国的预算赤字数额都十分庞大。在许多这样的年份里，比如1992~1993年，美元都在升值。如今，英国、德国、日本的财政预算都处于赤字状态。如果预算赤字会使美元贬值，为什么不会导致英镑、欧元和日元贬值？如果美元疲软，那么与这些货币比较它也应该同样疲软。如果这些国家的预算赤字都使得本国的货币贬值，那么该用什么来衡量它们的贬值程度呢？马来西亚林吉特吗？实际上，没有任何一个西方大国的预算赤字或盈余与其货币的坚挺程度有关。

错误观点三：经常项目赤字会导致美元贬值

你同样应该知道这个观点是错误的，所以我不会在这个问题上多费口舌。从第六章可以看到这一观点错误的原因。我只强调两点：美国的经常项目赤字自1981年以来，从未扭转赤字状态，但是期间美元有疲软的时候，也有坚挺的时候。如果你要把这个赤字占GDP的百分比与美元的外汇价格建立相关系数，不论使用这25年来的每日、每周、每月或者每季度的数据，你都会发现它们的相关性为零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年、2003年、2004年，新西兰元、澳大利亚元和英镑都比美元坚挺，但是这些国家的经常项目也处于巨额赤字状态。没人对经常项目赤字使美国的货币贬值、却对这些国家的货币有利这一现象给出解释。也许是因为经常项目赤字和货币坚挺程度之间根本没有任何联系，也可能因为人们根本没注意到新西兰和澳大利亚的经常项目处于赤字状态！我敢打赌你从没有注意过！

错误观点四：货币价值由贸易平衡、外国政策、世界人口等因素决定

到现在为止，贸易赤字这个概念已经在第六章解释得很清楚了。你不能说贸易赤字使美元贬值，而使英国、澳大利亚、新西兰的货币坚挺。"贸易赤字无须偿还"，根据第六章的内容我们可以看出，这是一个重商主义者的观点，落后了大概250年。我们身边有许多类似重商主义者的人。但是你根本不需要依靠他们。在我们生活的时代，苹果公司的记忆芯片从国外进口，其他零件在海外廉价生产，就形成了贸易赤字。但是苹果公司将组装好的最新型iPod播放器出售（卖给吸毒者或者正常人），能获得高达50%的利润额，这部分利润增加了股东的资产。如果那些重商主义者试着去理解在贸易赤字存在的情况下，每个人的财富还能增加，他们的头脑会爆炸的。但是这种现象确实存在。

与这种现象和经常项目赤字相联系的是这样一种错误观点：是外国人在"支撑"着美元。外国人没有支撑美国的任何方面。重商主义者认为外国人会"一直支撑某个项目直到这一项目垮掉"，但是能够正常思考的人都知道外国人是把钱"投资到最好的地方"，外国人会投资某个项目是因为他们觉得这一项目能为他们带来更好的资金回报。如果他们觉得自己不能从某个项目中得到更好的回报，他们就会转而把资金投到别的地方。没有其他更合理的解释了。

错误观点五：疲软的美元不利于股票市场

如果你在美元贬值的时期购买外国证券，那么似乎你的证券会获得更高的回报。反之亦然，如果某个国家的货币比较疲软，那么在交易的时候

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个国家股票的表现就不那么好。但是别忘了，在全球范围投资中，你不需要把美元兑换成欧元、日元或者其他外国货币。购买国外优先股（外国的股票，以本地货币交易）对于个体投资者是非常痛苦的经历——你有可能需要在那个国家开设一个保管账户。如果你是美国人，那么在美国交易会有美国存托凭证（ADR），外国股票要用当地货币交易。

在长线投资中，因为货币呈有规律的周期性浮动，因此货币的总净值总是接近零的。自从1970年以来，使用本地货币的全球性投资减少了美国本土的投资者的收益，累积起来一共减少了27%，而摩根斯坦利资本国际指数累积上升到2000%。36年的时间，27%的差别并不是很大，相当于每年变化0.7%——甚至不值得投资对冲，尤其是再把交易费用计算在内。使用美元进行全球投资的效果更好，但不足以使你手舞足蹈。

所以这种影响几乎可以忽略不记，但是美元能提供给我们关于股市走向的何种信息呢？人们认为坚挺的美元也许会推动美国股市上涨，反之亦然。那么我们来看一看事实是否支持这种观点。如果美元比较疲软，那么股市回报率也会比较低。但是观察一下图7.1，实际的股市回报率是很高

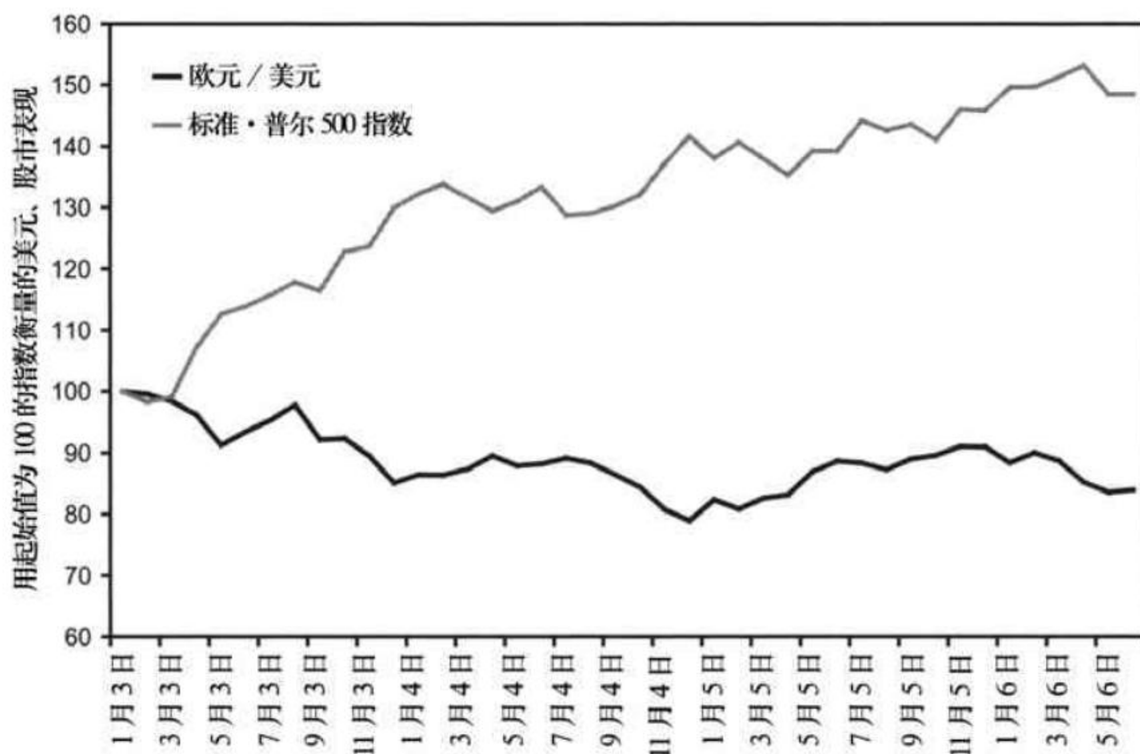


图7.1　疲软的美元并不意味着低股市回报率
数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的，即使美元在贬值，回报率却没有降低。

这种情况不只在美国如此，全世界都一样。货币的变化并不会使股市产生相应的波动，同样，股市的变化也不会影响到货币，见图7.2。

认为坚挺的美元会带来良好的股市回报是没有道理的，美元的起伏并不能说明股市也会产生相应的变动。不论美元是坚挺还是疲软，股市的走势都不会受到影响。

让我们借助问题三，再来思考一下美元、美国的经常项目赤字、美国股市和世界其他国家货币、赤字和股市的差别。当全球股市都在上涨时，你觉得美国股市也可能随之上涨，对吧？它们之间具有正向的关联性。如果全球股市走低，美国股市也会下跌。有时美国股市的上涨幅度超过其他国家，有时下跌幅度也比其他国家要大。但是总体的走势是一致的。美国股市几乎占全球股票市场一半的份额，所以，如果美元贬值会对美国股市产生不利影响，那么其他升值的货币应该对美国以外的股票产生有利影响

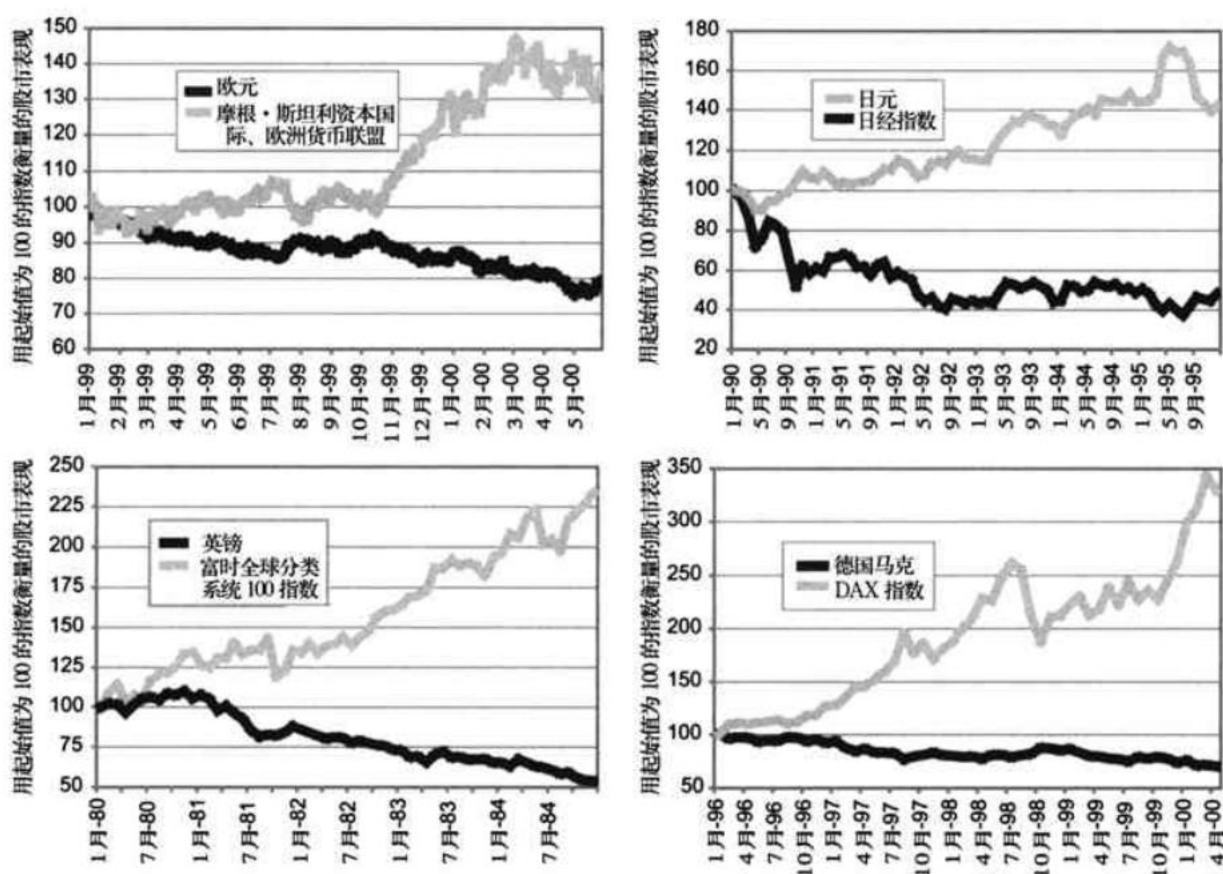


图7.2 疲软的货币并不意味着低股市投资回报率

数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吧？这两者形成等量的补偿。但是只有全球性的通货膨胀，而没有在世界各地都贬值的货币。就像把世界看成一个整体。不存在贸易赤字或者经常项目赤字一样。

换一种说法，美国的GDP大概占全球GDP的38%，世界其余国家的GDP一共占62%。如果贬值的美元对美国的经济有害，那么其他货币的升值就应该对剩余的62%GDP有益，由此美国以外的经济改善会补偿美国经济的衰退部分。没有人认真地从全球角度考虑问题，那些重商主义者不应该生活在20世纪60年代，而应该回到17世纪90年代。

再次强调，供求关系决定货币价格

货币由发行国及该国的银行系统确定样式、面值等。货币也是一种在公开的自由市场交易的商品，其相对价值由供求关系决定。

汇率反映了一种货币在另外的货币体系中的价值，它是个相对的概念。汇率由供求关系决定。需求的上升或供给的减少，会使一种货币的汇率上升，反之亦然。

货币供给

一种货币的供给基础只由发行国的中央银行决定，该国其余银行根据中央银行政策进行货币运作。中央银行拥有发行或销毁该国货币的绝对权力，中央银行希望实现相对稳定的价格水平和适度的货币增长，从而抑制通货膨胀的增长。如果这些意图能被很好地贯彻，那么在长线中，主要货币的汇率水平将相对稳定，尽管短期的波动性是不可避免的。

但是，一个不称职的中央银行，或者由政府控制的中央银行，会毁了该国在世界上主要发达国家的地位。记得德国的魏玛共和国吗？那是现代史上的一个实例，魏玛政府在20世纪20年代早期发行了大量的货币，使得德国马克完全被市场淘汰，导致发生恶性通货膨胀。发展中国家（比如20世纪90年代早期的巴西）通常没有独立的中央银行，因此其货币的波动时间可能更长，几乎总处在贬值的状态。发达国家拥有运转良好、独立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的中央银行，其货币不会经历永久的、无规律的波动。

有几个因素决定了对货币的需求，其中最主要的因素是使用这种货币的社会经济活动的次数（比如一家达拉斯的杂货商店使用美元，不使用日元）。使用某种货币的经济活动越多，对这种货币的需求就越大。另外一个重要的因素是“储存价值”。如果投资者认为某种货币比其他货币有价值，那么对这种货币的需求就会上升。

与投资股票一样，在长线中，供给决定了货币是相对疲软还是相对坚挺。如果中央银行决定发行额外的货币，使得货币数量超过了实际经济需要的数目，那么这样的过度供给就使得货币的价值下降，并产生通货膨胀。对于一定数量的资产，需要的货币越多，这种货币的储存价值就越低。反之亦然：如果中央银行对货币的发行限制太严格，货币价值就会上升，产生通货紧缩——但是也不能使货币价值过高。对于实际处于垄断地位的中央银行系统，投资者只能被动接受其政策，寄希望于它不要犯太多的错误；也没有办法预测长线中的供给状况。近年来美国中央银行的决策与以前相比已经好多了，1929～1932年美联储制定的政策带来的简直就是灾难。在经济最困难的时期它还减少了30%的货币数量，导致大萧条比人们预想的要严重得多。从那以后，虽然美联储不是一直表现出色，但是平均来看，总体表现确实越来越好。

前任的美联储主席会因为他们在任时制定错误的经济政策而饱受指责，这几乎已经成了传统。小威廉·迈克切斯尼·马丁、亚瑟·伯恩斯、G·威廉·米勒，这3个人都在卸任后遭受了广泛、猛烈的批评。在伯恩斯成为美联储主席之前，他没完没了地批评马丁。马丁于1951～1970年担任美联储主席，这给了伯恩斯充足的时间来批评他。伯恩斯称马丁本来可以避免犯下那么多的错误，而马丁不久以后告诉伯恩斯说，“当你成为美联储主席后，就吃下一个小药片，使自己忘记所有本来知道的事情，而且药效会一直持续到卸任”。在成为美联储主席之后，伯恩斯自己也遭到了他人的批评指责，他说自己吃下了“马丁的小药片”。（50岁以下的读者可能不知道，这一典故出自一部发生地点在一家著名的健康护理中心、名字叫做《卡特的肝药》的戏剧，其实这种肝药对肝脏一点好处都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有。后来戏剧被称为“卡特的小药片”。伯恩斯这么说其实是在自嘲。）他们都受到人们的批评，这是无可厚非的，因为他们全都犯了许多错误。但是继任者犯下的错误在逐渐减少，因为他们从前人的失败经验中吸取了教训。

保罗·沃尔是首位在卸任之后没有遭到猛烈批评的美联储主席——尽管号称为了防止通货膨胀再次发生，他制定的政策还是造成了1980～1982年的经济衰退。有些人会说这次经济衰退是他的重大失误，但是总体来说，他做的工作比他之前的任何一位都要出色。

他的继任者是格林斯潘，因为他本身有能力，又能够不断学习、总结经验，所以他做的工作比沃尔可还要出色。当然，沃尔可和格林斯潘的前任们也不是白痴，他们也尽了自己最大的努力在工作，依据大量没有经过检验的理论在黑暗中摸索前进。今天看来，当时的数据收集工作是非常原始的，没有电子分析技术。只有借助于一系列发展的技术和24/7常数信息，美联储主席才能在宣布政策（可能导致严重后果）之前检验理论的可行性，并寻找改进的方法。他们行动果断，并从前人的教训里吸取经验，所以，近几十年来美联储在政策方面所犯的错误已经越来越少了。

但是这不代表现在的主席不犯错误，格林斯潘因担忧千禧年问题而在1999年允许发行了太多的货币，造成了经济衰退，当千禧年平稳度过之后，2000年他又将那些货币收回——使得问题更严重了。但是比起沃尔可，他犯的错误则要少得多，后果也没那么严重，格林斯潘所犯的最严重的错误，都比他的前任主席们所犯的错误要轻。在国外也是同样的情况。我觉得这是因为随着信息流获取手段的进步，以及在对过去教训的总结、经验的积累，中央银行的决策者们从中受益匪浅，虽然错误仍然难以避免，但是程度要轻得多，犯错的频率也没那么高。随着主要发达国家中央银行的决策者们犯错越来越少，中线的货币波动程度会有所减轻（这使得我的“三年定理”的正确性和实用性都有提高）。

货币需求

短线（从几分钟到几个月）效应对需求的影响主要体现为：当一个政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府或者中央银行就货币政策和银行利率发表了官方言论，会提高人们短线投资的积极性，并拉动需求。这对货币走势有一定的冲击，也许可以使货币市场的好的形势维持更长的时间。想想当格林斯潘发表他的著名的中性评论（含糊、混乱、好像是态度谦逊的实际没有价值的信息）时市场的反应，市场会对他的话作出反应，呈现暂时的锯齿型走势。但是一般来说，第二天市场又会恢复到以前的状态。

中央银行也可以影响市场走向：中央银行购买一种货币，兑换成另外一种货币会对短线投资造成影响。但是没有一家银行的资产负债表的状况良好，使其能仅通过汇兑货币对市场产生决定性的影响。

甚至投机者们也能对需求和货币的相对价格产生较小的影响，但是他们造成的影响要比中央银行小得多，因为他们的资产负债表相对来说是微不足道的。几十年前，乔治·索罗斯确实让英格兰银行狠狠地栽了个跟头，但是这只是因为那时货币市场还不成熟，英格兰银行把自己放在了要摔跤的位置上。索罗斯也曾一再强调，如果在今天，那种情况是不可能发生的。深入分析一下这些投机者，可以看出他们之所以会对市场造成影响是因为他们的投资行为没有定式。他们对不同的货币投资，这些货币走势各异，在某种程度上抵消了各自产生的影响。

与股票一样，在很短的时期内，货币的波动是十分剧烈的。你不应该过于关注一种货币两天之间——甚至是两个月之间的表现有何差异。

实际推动货币需求的因素

下面可以用问题二的另一种形式提问：对于推动货币需求的因素，哪些是你能发现而别人忽略的？在货币供求关系的短线波动中，有几个很明显的推动因素。首先，是中央银行的有目的的操作。如果一个国家希望维持它的货币对另一种货币的汇率（比如人民币对美元的汇率），那么其中央银行必须买卖另一种货币才能保持汇率的稳定。其次，如果一个国家的经济增长速度比另一个国家快，那么它的货币需求量就会上升，因为以其货币进行的交易数量增多了。这些都是很容易发现的因素，你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不需要借助问题二的帮助。但是还有哪些因素在推动着货币市场的变动？你还能发现什么？

每一天，投机者都通过账面现行交易对特定汇率“下注”。账面现行交易的原理如下：你以一种货币进行短期贷款，把它兑换成另一种货币，然后以这种货币买入一支短期债券（当然，也许你会买入一支长期债券进行长线投资）。通过这样的操作，你希望购入债券的收益率高于贷款的利率，并假定较高的收益率在你持有债券的时期不会下降到低于贷款利率的水平。两种利率之间的差额就是你赚取的利润。

账面现行交易的关键在于你贷款货币的利率不能上调过快，一定要低于你用来购买债券的收益率。因为实际上你出售了借来的货币，而买入了债券所在国的货币，所以如果有许多人在同一时间进行交易，就会使得用来购买债券的货币升值。

那么此时，你得到的收益就不仅是利率的差额，还有货币的增值部分。

如果贷款货币的利率高于购买债券的收益率，这种投资行为就是完全失败的，会使你的经济受到损失。所以，如果国家A的短期利率比国家B低，投资者会倾向于在国家A贷款，然后到国家B投资，使得国家A的货币面临抛售的压力，国家B的货币面临购买的压力。这样随着每日大量的账面现行交易的进行，货币价格呈现了自我调节的趋势。

这在理论上是说得通的，但是让我们来看看实际的市场表现是不是也反映了这种情况。图7.3给出了2004年年初美国、英国、欧盟和日本的收益曲线。在坐标轴左侧，美国的收益曲线比英国和欧盟的低，但比日本的高。而美元在那一整年都比较疲软。投资者就在美国贷款，然后到海外进行短线投资，使得美元继续贬值。如果你在美国办理利率为1%的半年期贷款，然后以2%的利率借给欧盟，只要欧元不贬值，你获得的利润就是你全部投资资本的1%。因为许多人同时进行这样的交易，卖出美元，买入欧元，从而使美元贬值、欧元升值。

如果你是在英国投资，则这种情形将表现得更为明显，这就是英镑一直坚挺的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

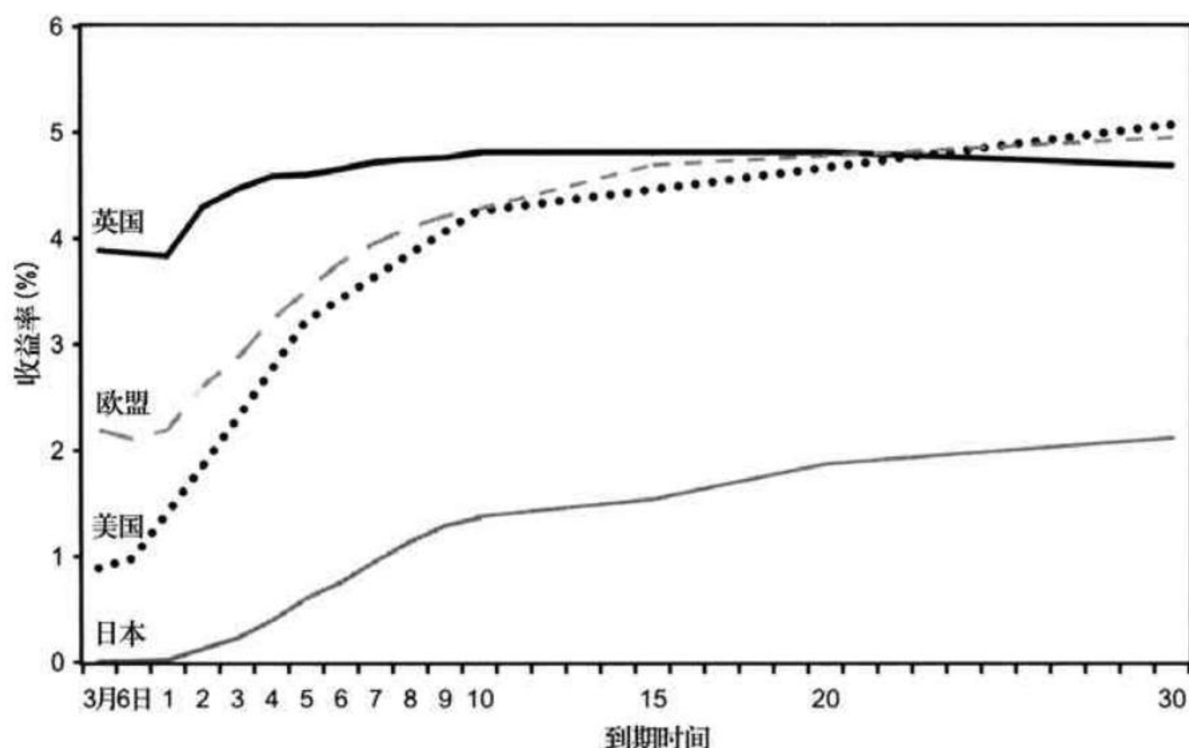


图 7.3 2004 年 1 月 1 日的全球收益曲线
数据来源：布鲁伯格公司

2005年，在美联储对基金利率作出一系列的上调以后，美国的短线投资收益超过了德国和日本，并大大缩小了与英国的差距。随着账面现行交易的方向的变化，美元自2005年开始对大多数主要货币的汇率都上升了。同时，美联储上调了短期债券溢价，有效遏止了使得美元贬值的账面现行交易的进行，见图 7.4。

市场的实际表现也证明了这一理论的正确性，但我们会在后文再详细阐述。图7.5给出了过去20年里美国和欧洲的短期利率水平，同时从该图还能得到美元的相对强度（在 1999 年欧元开始流通以前，我们使用 GDP 权重的欧洲一揽子货币）。当利率差额增大时（意味着与其他国家相比，美国的短期利率在上升），美元相比于欧元的汇率通常会上升；当美国的短期利率上涨速度变缓时，美元通常在贬值。

当股市预计到低利率的国家会上调利率、遏止账面现行交易的进行时，上述理论就失灵了。此时货币就会在中央银行公布调整利率消息之前波动，但是一般来说，货币的波动由两个因素决定：两个国家的利率差额和基于未来潜在利率差额的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

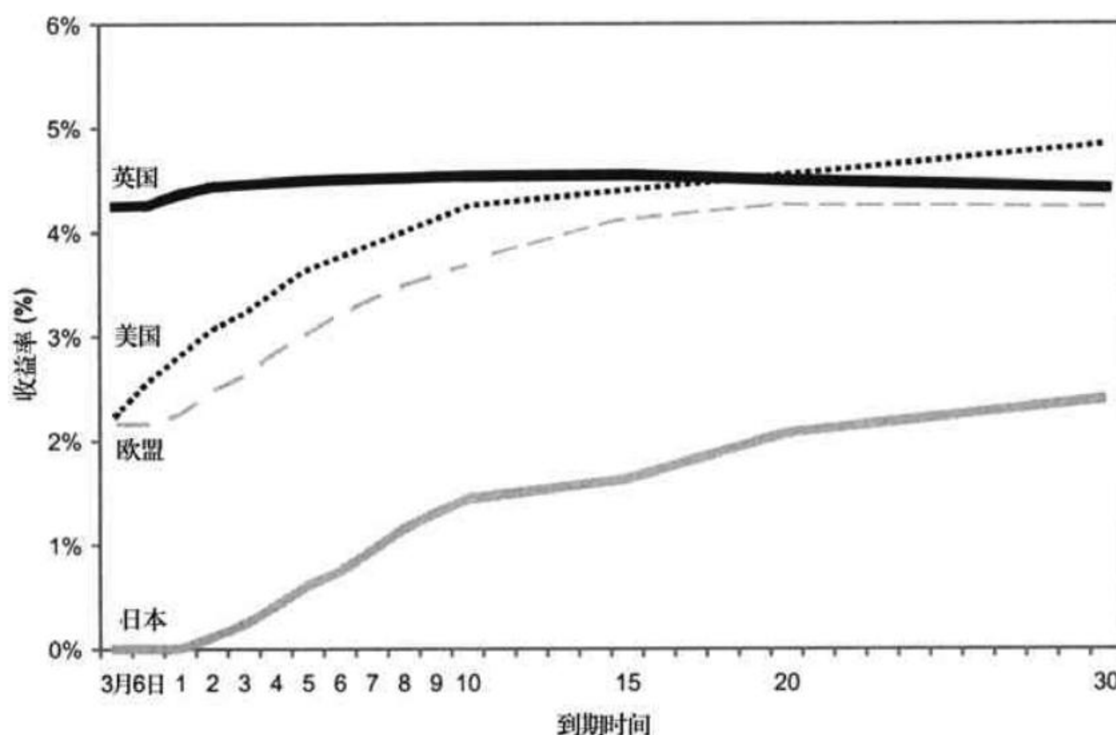


图 7.4　2005 年 1 月 1 日的全球收益曲线
数据来源：布鲁伯格公司

除去个别西方发达国家外，一般来说，短期利率较高并继续上调的国家的货币也比较坚挺，反之亦然。这种模式是互相排斥的，因为账面现行交易的关系会使经济健康稳定。换一种说法就是：当对某种货币的需求上升，其价格也会上升，投资者更加渴望拥有这种货币。这就是英镑在如此长的时间内一直保持坚挺的原因，从而使英国的短期利率高于其他任何国家的短期利率。当美联储 2005 年上调了利率，人们就停止贷出美元、到海外投资的做法，转而采取相反的做法：贷入外国货币，买进美元，随后美元开始升值。当中央银行通过支付给人们更多利息使人们对本国货币的需求上升时，对货币的需求量（包括国外部分）就会增加。我在这里阐述的并不是全新的、陌生的知识，而是人们常常忽略了的知识，几乎没人还相信它们仍在起作用。

他人的忧虑为你提供获利的机会

如果你能预料到美元在下一年或几年中的走势，会发生什么情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

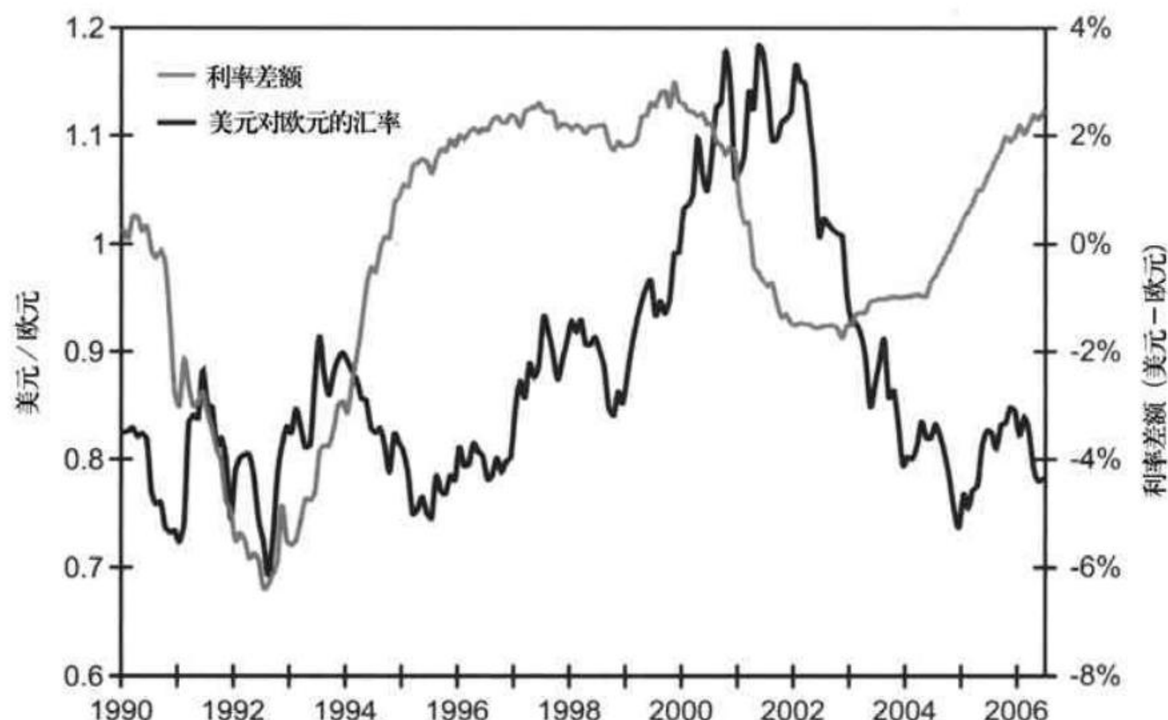


图 7.5 利率对比和美元对欧洲货币的汇率
数据来源：布鲁伯格公司

呢？首先，像其他任何商品一样，你能直接进行账面现行交易。如果你知道其他人不知道的信息，你就已经拥有放手一搏的资本。其次，如果你知道了美元的走势，那么表明你掌握了哪些股市信息呢？这也是问题二的一个很好的表现形式。现在你知道美元的相对强度并不能指示出股价的变化，但是它确实有一定的作用，比如专家们在2005年依据美元的变动方向作出了对股票价格的预测。当这些人根据美元表现来预测股市是繁荣还是萧条时，你就可以把资金押到相反的一方。因为其他人都在被子虚乌有的虚假事实困扰时，你已经抢占了先机。如果人们都担心疲软的美元会导致股价下跌，但是你却洞察出美元不会下跌太多，那么就存在着获利的机会。

投资者会讨论供求关系，并且直觉告诉他们供求关系主导价格，但是却不会把这种理论应用到证券、债券和他们购买的商品上。即使他们会应用，他们也没有正确理解供求关系。现在你知道在任何时候、任何地方证券价格都只是供求关系相互作用的结果，你可以把精力全集中在真正起作用的部分，并开始作出更可靠的未来12个月的价格走势预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就是你知道而其他人忽略的地方。但是你如何来进行预测呢？你又怎么知道市场朝某一方向变动呢？想了解这些问题的答案，请和我一起进入第八章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八章

8 最伟大的戏弄者和你迟钝的大脑



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可预测的股市

假设股市走势的每次变化都使你的预期落空——并非我偏执，这是事实，我把股市称为“最伟大的戏弄者”（后文将采取原文的简写“TGH”）可不是没有依据的。你应当把股市看做是一头凶猛的原始野兽，它在用尽一切办法掏走你口袋里的最后一分钱，使你蒙羞。了解并接受这个事实，是你和TGH正面交锋的第一步。你的目标就是和TGH较量，而不会在最后被戏弄得颜面扫地。在下一章中我们将共同讨论如何制定策略来战胜股市，但是首先，我们得谈谈该如何使用投资三问来弄清股市的运行方式，从而使你能够减少被戏弄的可能性。

TGH通过无规律的运动来嘲弄你。在历史上的长线中，每年股市的平均增长率约为10%。许多投资者说他们只想获得这每年10%的投资回报，但是由于TGH的存在，这一美好的愿望很难实现。自1926年以来，仅有很少的几年股市的实际回报率在10%～12%之间——实际上只有5年：1926年、1959年、1968年、1993年和1999年，其余的年份股市回报率根本达不到股市增长的平均水平。由表8.1你可以看出，这是一个很简单的问题一的形式。

不仅美国的投资回报率变动频繁，在世界其他国家也是如此。你可以去查看其他国家的统计数据，结果一定如此。这就是股市运行的方式。

由表8.2可以看出，在英国TGH变成了YOH（Ye Olde Humiliator），在德国则是Der Grosse Demuetiger——DGD。年复一年，回报率不断变化着。

在这种没有规律的变化中，你实际上没注意到一个很简单的事实：在任何一年，股市的表现实际上只是以下四种情况中的之一。这四种情况是：

1.大幅上涨。

2.小幅上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.1 平均回报率达不到正常水平；正常水平的回报率是极端情况（美国）

标准·普尔 500 指数公司年平均回报率范围	自 1926 年开始处在范围内的年份数	占总年份的频率	
> 40%	5	6.25%	高回报年份占总年份的 38.75%
30% ~ 40%	13	16.25%	
20% ~ 30%	13	16.25%	
10% ~ 20%	14	17.50%	平均回报年份占总年份的 32.50%
0% ~ 10%	12	15.00%	
-10% ~ 0%	13	16.25%	负回报年份占总年份的 28.75%
-20% ~ -10%	5	6.25%	
-30% ~ -20%	3	3.75%	
-40% ~ -30%	1	1.25%	
< -40%	1	1.25%	
年份总数	80		
简单平均		10.0%	
年平均		9.8%	

数据来源：易波特森分析公司

表 8.2 平均回报率达不到正常水平；正常水平的回报率是极端情况（英国）

英国金融时报指数年回报率范围	自 1926 年开始处在范围内的年份数	占总年份的频率	
> 40%	7	8.75%	高回报年份占总年份的 35%
30% ~ 40%	5	6.25%	
20% ~ 30%	16	20.00%	
10% ~ 20%	18	22.50%	平均回报年份占总年份的 40%
0% ~ 10%	14	17.50%	
-10% ~ 0%	12	15.00%	负回报年份占总年份的 25%
-20% ~ -10%	5	6.25%	
-30% ~ -20%	2	2.50%	
-40% ~ -30%	0	0.00%	
< -40%	1	1.25%	
年份总数	80		
简单平均		10.0%	
年平均		9.7%	

数据来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 小幅下跌。

4. 大幅下跌。

股市会以一种貌似无序的方式经历上述四种情形，你不可能找到哪一年股市的变化状况不属于这四种情况。这四种情况虽然简单，但是已经足够帮助你看清股市的走势，做出更理智合理的决定，同时也为你提供了一个对自己行为进行自我约束的方法（注意，我说的是行为，而非技巧），并且还是对自己提出问题三的必备条件。

注意股市走向，别管涨跌幅度

在你作出投资组合上至关重要的决定时，专注于股市的四种表现形式会给你带来帮助，而投资组合就是决定资产的分配方式。在你的投资行为中，这四种情况构成了基本的指导框架，使你避免作出导致自己血本无归的决定。你所预测的最重要的是正确的股市走向，而不是涨跌幅度（大多数投资者都很难理解这一点）。如果你预测股市会大幅上涨或者小幅上涨，甚至小幅下跌，那么你将完全知道自己的股票走势。而你认为股市的回报率究竟是8%还是88%，其实并不重要。因为你的资产比重是以股票的形式分布，也许每部分的相对比例会因为变化幅度不同而产生变化，但即使你预测的涨幅完全错了，你在股市中的投资方向也仍然是正确的，正确地分布了投资资产，你就能从中获得回报。

也许你预测下一年股市将会小幅下跌，那么你是否应该为了避免损失而把手中的股票套现呢？除非你真的确信（不能是错误地过度自信）只有你一个人知道这个趋势，而其他人不知道，否则你将极有可能为了一点蝇头小利而犯下了大错。尝试避免股市小幅下跌年份带来的损失，是由错误地过度自信主导思维的完美例证。即使你预见到了股市小幅下跌，你也应该把精力集中到相对回报率上。即使绝对回报率是负的，你也应该敢于和股市较量。如果你认为股市会小幅下跌，用问题三问一下自己。首先，你的做法缺乏考虑，事后你一定会后悔。其次，也许你的预测是错的，股市也许会小幅或大幅上涨。即使你的预测是正确的，股市下跌了，出售股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或者基金的交易费，将肯定要在你的收入中附上一张税单，随后买入卖出需要缴纳相应税款的时间统计错误将会严重减少你的收益。

如果你真的希望获得股市回报，一定要记住长线投资的股市平均回报包含了股市负增长年份的损失，有一些负增长年份的损失并不会使你的长线投资回报受到太大影响。如果股市下跌7个百分点，你的投资组合下跌了5个百分点，这没什么好担心的，并不会使你偏离长线预期目标。要保持对自己投资组合的信心，咬紧牙关坚持住，告诉自己前景是美好的。

投资者觉得理想的投资组合应该在股市下跌的时候上涨，但是那样的投资组合很可能在股市上涨的时候反应迟缓，因而错过了更重要、能获得更多利润的时机，并且股市上涨的时期是占多数的。如果股市正向增长的时期多于负增长时期（事实确实如此），而你的投资组合却与股市走势相反，或者以牺牲上涨为代价来避免损失，以平均结果来看，你不会觉得开心的。

一定要记住，当你套现了，你就面临着大量的潜在风险。如果是你大错特错，股市暴涨，你将是何种心情。你支付的交易费用、税款和其他损失可能会占到25%甚至更多，而本来未来的25年里才有可能下跌1%——这是很难弥补的。

这正是人们在熊市谷地的做法：他们决定继续留在股市外面观察，等待行情好转，等待“走势变得明朗”。为了避免股市小幅下跌的可能性，他们错过了即将暴涨的股市。

注意随后的股市

对于股市的四种状态，只有大幅度下跌的情况是套现或采取其他保护性策略风险最大的唯一状态！此时你的目标是将防御性策略与该死的TGH尽可能地结合起来，这是你应该尝试彻底战胜股市的唯一时机。这时，你应该把注意力从相对回报转到绝对回报上，但是如果你的决策正确，你也能得到丰厚的相对回报。如果你觉得股市会大幅下跌，跌幅达到20%或者更多（也许35%、40%甚至50%），那么你希望想得到稳妥的个位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的现金回报率。5% 的现金回报率听起来并不多，但是如果股市大幅下跌，那么在相对数量上你已经征服了股市。

这种情形极为罕见，通常只在你了解某些情况而大部分人对此浑然不觉时才有可能发生。这种情形不应该是根据直觉、担忧或者你邻居的意见而发生的，应该是根据投资三问而发生的。这样得到的收益将会是巨大的。如果你投资一个较差的指数基金 30 年，这些年里有一次你碰到了股市暴跌25%而你获得5%的现金回报的情形，那么这30年里你的投资年回报率要比股市的平均水平高一个百分点。在这个过程中，你仅靠这一次正确的“赌注”，就已经击败了超过 90% 的专业投资者。你成功地完成了防御性投资，即使你做得不够完美，也能实现持续的资产增长。

在牛市到达顶点时，有无数建议告诫你绝不要以为熊市就要到来，绝不要“为股市计时”。2000 年，这样的建议满天飞。金融服务业一致认为看跌行情的专家不是傻瓜就是蠢货。这样的建议不过是 TGH 在戏弄你，没有几个人发现股市的下跌路径，人们被 TGH 拖入熊市。那些偶然正确预料到熊市即将到来的人们，获得了巨大的收益。这些人审视自己何以能预见熊市的到来时，他们发现只是纯粹的运气使然。

熊市过后，“为股市计时”的人成了英雄。股市的交替变化使得那些采取防御型策略的投资者成了英雄——这正是 TGH 最擅长的。它把投资者玩弄于股掌之间，使他们总是在徘徊观望，而不会向前看。

我采取的防御型策略只有三次失败过：1987 年中期、1999 年中期和 2000 年年末。每次我都很幸运，但也许下次我会失败（我如此提醒自己是我避免过度自信的方法）。避免遭遇像这些年份的熊市大滑落是我职业生涯的主要工作之一。避免一次熊市带来的损失，就相当于你获得了额外收益。如果你进入股市稍晚，错过了牛市顶点，那么一次成功地躲避熊市能弥补你的“损失”，并使你处于领先的位置。对于一项在你整个投资生涯中只使用过几次的技术，想正确合理地运用不是一件容易的事。绝大多数人都做不到，他们希望能精通每天都要使用的技术，而不是十年一用的技术。

许多人完全没搞清楚情况。2000年，我和我的公司看跌行情，开始为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户套现或兑换现金等价物，随后股市开始下跌。我们的策略完全正确。每年我们都会发展新的客户，而正确的公司决策能吸引大量客户。像之前提到的，我们在2002年重新回到股市有点早，投资组合随着股市一起下跌。有些客户留了下来，有些则离开了我们。后者认为我们使他们的资产蒙受了损失。仔细回想一下，我或者我的公司从没宣称我们有超常的股市计时能力。如果我们有的话，我们将很快主宰世界金融领域。如果你是在股市处于熊市的时候成为公司客户，我们会像上面讨论的那样和股市拉开距离，这样做是因为我们的股市计时不够完美，但是可以帮你实现长线目标。如果你在我们过早回到股市之前成为公司客户，我们仍没有偏离你的长线目标：获得股权形式的回报，并在一段相对较长的时期内试着使股票的回报率好于股市的表现。但是这一切都因为那句话而停止了："你使我们的资产造成了损失。"说这句话的人是短视的，他们只注重短期回报，他们错过了2003年一整年的股市上涨的好机会，2004年和2005年的回报率也是正的，能获得更多的利润——这些2002年入市又出市的人错过了所有获益的机会。这也是TGH最拿手的招数：使人们在股市最低迷的时期退出股市，从来不清楚到底发生了什么。如果他们能用问题三自问，将能获得很大的帮助。

记住，股市波动的速度极快，几天的大幅上涨就能决定你一年的收益水平。但是如何知道哪几天股市会大幅上涨呢？虽然我专业从事资本运作的时间已经超过1/3世纪，但是我仍然肯定地告诉你我不知道这几天何时到来。没人知道股市下一天或者几天里的走势如何；没人能告诉你一年的哪几天（也许3天，也许6天，也许9天，谁知道呢）将决定你一年的投资是盈利还是亏损。如果你想得到至少与股市持平的收益，你必须待在股市中，不能离开股市。回顾一下2005年的情形，尽管大多数主要指数仍是正的（除了该死的道·琼斯指数），但是这一年的投资回报率是很普通的。而借助摩根斯坦利资本国际指数，全球股市上涨了9.5%，标准·普尔500指数增幅不到5%，并不是大幅上涨的情况。自然，2005年底媒体普遍比较沉默，许多投资者觉得与其守着这个踏步不前的股市，不如撤出资金另作他用。所以，在2006年的前两周，世界股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市上涨了4%，仅仅两周就达到了上一年半年的增幅！对走势持平的股市感到厌倦而离开股市的投资者，错过了他们一直在等待的机会。TGH对曾经等待中的他们撒了谎，他们迟钝的头脑果然落入了圈套。在作出决定前先停一停，用问题三自问一下，可以使你避免对不温不火的股市产生错误认识。

重要的是把握股市中的时机，而不是对股市计时

标准·普尔500指数公司的日回报率

1982年1月1日～2005年12月31日

平均年回报率=10.6%

如果你错过了最佳时机将发生什么?

如果你错过了最佳时机，你的年均收益会下降到

6261个交易日中的10天（0.16%）	8.1%
6261个交易日中的20天（0.32%）	6.2%
6261个交易日中的30天（0.48%）	4.6%
6261个交易日中的40天（0.64%）	3.1%
6261个交易日中的50天（0.80%）	1.8%

数据来源：全球金融数据

如何建立防御性的投资组合

如果你借助了投资三问的帮助，并且很有信心地认为股市在接下来的一年里会大幅下跌，即熊市会到来，那么你应该建立什么样的能够避免股市大幅下跌带来的损失的防御性投资组合呢?这要视具体情况而定。不同的熊市投资的组合也不同。在有的熊市中，某些领域并不会下跌，反而可能上涨，只是在熊市开始前你不知道哪些领域属于这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能够套现就是关键

在熊市中，最安全的投资组合就是大部分由现金组成的投资组合。能够变现就是关键——在牛市发生后，股市的变动速度会相当快，所以你得随时准备重新入市投资。如果你的投资项目不能变现，或者你想悠闲地重新入市，那么你将很有可能错过股市在熊市谷底的爆炸式反弹增长的时期。尽量在货币市场投资，或买入短期政府债券，你不应该投资到期时间太久的项目，除非该项目能在需要的时候立即套现。你不希望在某个特定的时期，银行的存款凭证限制了你的投资活动。因为当投资时机到来的时候，你绝不愿意被拖后腿。投资组合是防御性的，但一定要能随时套现。

2000～2002年的熊市时期，我希望自己的投资组合能有类似现金的功能，但回报要比储蓄现金所得的利息高；我希望自己的投资组合能免受股市下跌的影响，并且易于套现，以便在需要的时候我能迅速回到股市；我希望它能合理分配要缴纳的税款；我希望了解其他人不知道的信息，通过改变不同领域的投资比重占得先机。因为我预计科技股将会下跌，并作出了相应的反应，我希望能获取一定的利润。为了实现这些目标我必须对股市保持中立：拥有该拥有的股票，而不是拥有想拥有的股票。

“复合式现金”投资组合

我建立了一种被我命名为“复合式现金”的投资组合，能实现以上所有目标。在那段时间，我的资产分布总计为实际投资组合的130%。下面对之作具体说明。

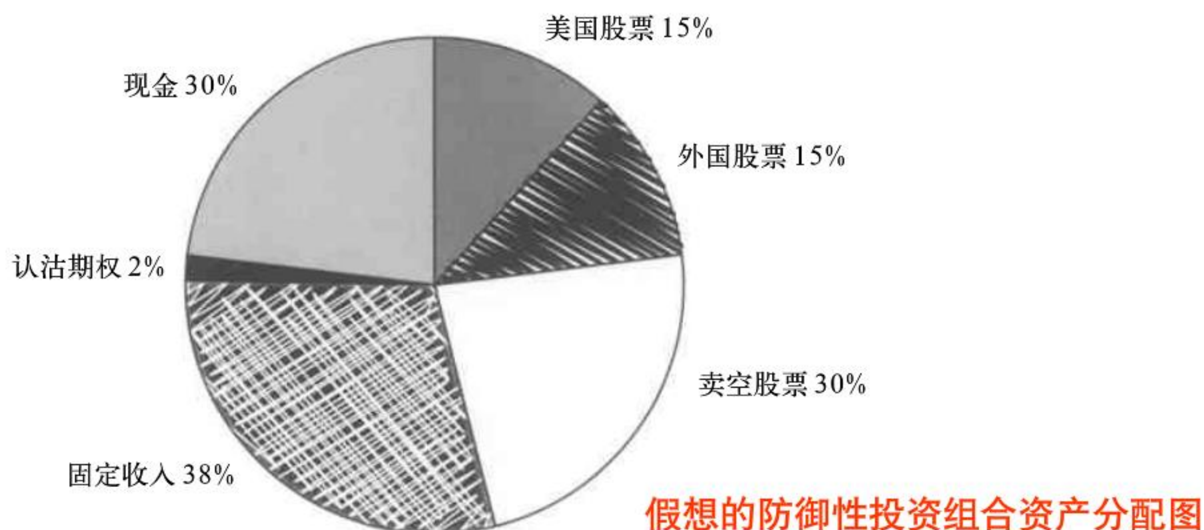
首先，我拥有30%的欧洲或者美国的大型蓝筹公司的防御性股票，包括大型制药厂、银行、主要消费品厂商的等被认为具有“防御性”的股票，所以波动的周期效应基本上不存在了。我选择的是产品具有无弹性需求的公司，产品具有弹性需求的公司则不在我的考虑范围之列，因为对于熊市而言，人们倾向于减少花销。这些股票大部分是高市值股票，我在20世纪90年代末买进，它们带来的资本收益均未兑现，因为我没有出售的必要。像这样的做法对于避免熊市带来的损失是十分有效的。当需要建立“综合现金”时，出售不包含资本收益的股票，然后进行指数卖空（后文会继续提到），确保自己不会在熊市中损失资产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然后，我拥有38%的可变现美国政府债券（风险较低）。

我拥有2%与标准·普尔500指数相对的指数认沽期权，我购买的认沽期权有效期大概为1年。指数认沽期权简直是投资者的梦想：如果时机正确（在股市顶峰），它们相对来说是非常便宜的保险，保险金非常低；而如果时机错误（股市处于谷底），则变得十分昂贵。指数认沽期权就像赌博式的保险，赌注就押在指数会大跌这一时机上。如果指数真的大跌，那么认沽期权的回报非常丰厚；如果没有大跌，那么这些认沽期权就将一文不值。因为它在我的投资组合中所占的比例很小，我担负的风险是很低的。如果没有回报，也只是损失了资产的2%，这一损失很容易由我的债券收入弥补。但是如果押对了赌注，它带来的投资回报是异常丰厚的。股票每次下跌，相应的认沽期权价值都会飞增。

还有30%的纳斯达克100指数和拉塞尔2000指数中的股票（各占20%和10%），我用来进行卖空操作。完成卖空操作套现之后，又有了额外的30%（30%+38%+2%+30%+30%=130%，这就是我的资产分配总和为130%的原因）。作为散户投资者的你，在你进行卖空操作时，可能缺乏足够的实力让经纪人给你兑现现金，对此我无能为力。对于这块资产分布，我敢打赌纳斯达克和拉塞尔两个指数加起来的下跌额会超过我持有的股票。因此我可以借入指数，将它们卖空，寄希望于在它们下跌时可以以更低的价格回购，这之间的差额都是利润。之后我不会继续进行指数卖空这些步骤，而是持有现金，避免出错，但是即使是现金也能为我带来收益。



假想的防御性投资组合资产分配图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这次我的预测没有出错，在熊市主导股市的这些年份股市下跌了许多，这种情况下该投资组合使我盈利颇丰。卖空纳斯达克100指数的收益要远高于卖空拉塞尔2000指数的收益，但是总体来看它们的表现都不错，随着我手中股票价格的下跌，它们在增值。现在我不知道该如何在下次熊市中建立我的投资组合，但是到时我会依据实际情况，会尽力尝试建立不易波动、易于变现、缴税合理的临时“复合式现金”投资组合，并且仍然会挑选某些股票和行业。

剖析股市泡沫

尽管我在预料过去三次熊市（1987年、1990年和2000年）上表现不错，但是我仍然不知道什么因素会促使下次熊市出现。如果我经验丰富并且足够幸运，我可能会发现这个因素。希望你也能借助投资三问的帮助发现促使熊市出现的因素，而不被虚假事实蒙蔽。

我将介绍如何预测熊市出现的经验，并帮助你分辨股市的正常波动和熊市的区别。但是首先，我告诉你我能预测到科技股会在2000年3月将股市拖入熊市的原因：我注意到了这个行业令人忧虑的事实，而其他人忽略了。能成功注意到其他人忽略的令人担忧的事情，是成为一个成功“猎熊人”的先决条件。

1996～1999年，TGH使每年的投资回报率超过20%，专家们都看跌行情，每年年末都预计下一年的投资回报率会是个位数的，甚至出现负增长。2000年专家们对股市的看法由看跌行情开始转为看涨行情，认为下一年的回报率将高于10%。图8.1再次给出了2000年的贝尔曲线。

根据贝尔统计曲线，我知道自己能排除一种可能性——从股市走势持平到20%的投资回报率。我撤出投资的那一年，市场有可能大幅上涨，但是则有两种下跌可能：小幅下跌或者大幅跳水。我不会为了做一个另类投资人而看跌行情，但是我始终在关注倒转的收益曲线，因为没人注意到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

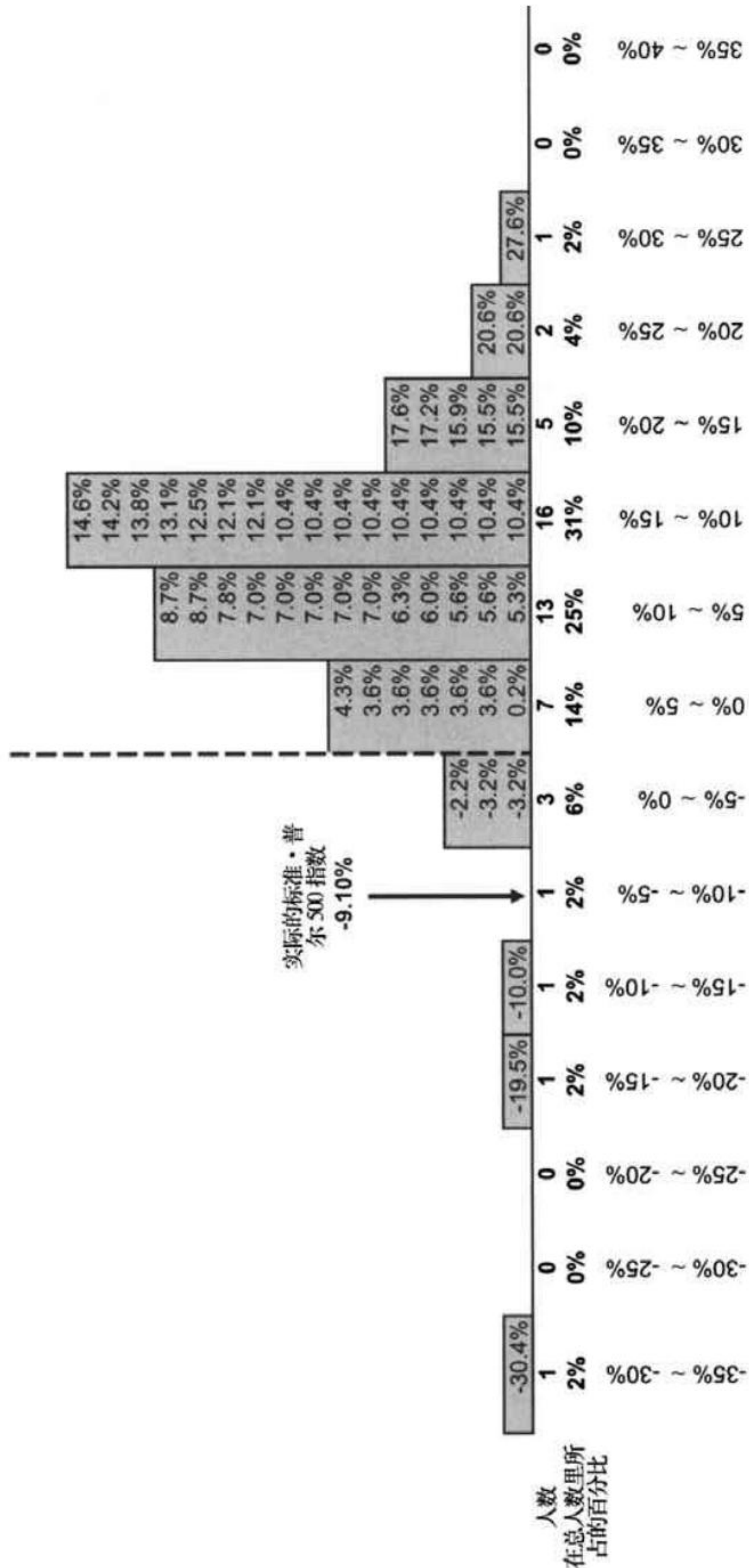


图 8.1 贝尔曲线右移（预期的 2000 年标准·普尔 500 指数）

数据来源：商业周刊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个现象。正如你所知，倒转的收益曲线是表明熊市和经济萧条（如果有人注意到它们）即将到来的有力证据，这一观点在全球范围内都成立。但是却没有人在谈论这种现象，因此没人会担忧熊市就要到来。而与2000年形成鲜明对比的是，在1998年，整个金融界都因美国倒转的收益曲线乱作一团，但那时的收益曲线还是正的，没有和坐标轴相平（到了2005年人们又在讨论它，也许是因为2000年对它置之不理而熊市真的就到来了的缘故）。而且2000年美国、英国和许多国家都出现了预算盈余，这是另一个促使熊市出现的因素；相比于盈利曲线，债券的收益率过高（见第一章图1.5）；有大量以股票进行的收购交易……唯一的促使牛市出现的因素就是这一年是总统任期的最后一年。

当时的人们对股市并不担忧。2000年1月出版的《商业周刊》首页的文章对“新经济”大加赞美。通篇文章充斥着马后炮似的观点，非常滑稽，以至于在评论美国和全球经济时，作者已经找不到更多的溢美之辞了。但并不是只有《商业周刊》在这么做，除了少数顽固的看跌者，没有人感到熊市即将到来。仅仅一年前，千禧年还被认为会导致世界末日；两年前，俄罗斯的卢布危机和二级对冲基金的大量破产，被认为会拖垮世界经济。熬过了这些艰难的日子以后，人们开始变得乐观起来。从感性出发，采取防御性投资策略，距离能正确预测熊市的到来还有相当的距离。

人们还没意识到有更糟糕的因素存在。经过几年的科技股首次公开招股发行之后，供给已经远超过实际的需求了。20世纪90年代后期的科技股呈爆炸式增长，几乎与1980年能源股的供求失衡一模一样。我在2000年3月6日的《福布斯》专栏发表了一篇题目为“重温1980”的文章，详述了这种相似性（在第七章重新刊登了一次）。

这篇文章在科技股和美国股市达到顶峰几天前发表纯属偶然，我并不知道接下来股市的变动状况与我在文章中预测的状况如此相似。在2000年开始的时候，我把我的客户持有的科技股数量削减了一半，到了3月份我感到很有压力，因为科技股在1～2月份大幅上涨。因为我们削减了科技股持股数，许多客户都中止了与我的合作。最后许多人都感到很沮丧，因为认为科技股将是热门股而投入了大量资金，却没能得到相应的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这也进一步证明我选择出售科技股没错，虽然出售的时间早了些。

出现了泡沫？什么泡沫？

我在专栏里说过，我对“泡沫”一词的使用是很谨慎的，因为许多根本不懂这个概念的人都在频繁讨论它。我于2006年写作本书，之前的4年里，全世界都在盼望着房地产泡沫的破灭。在美国、伦敦、巴黎、欧洲大陆等世界各地，人们都焦急地等待这一天的到来。整整4年了！该死的泡沫，为什么还不破灭！居住在曼哈顿的记者租住昂贵的地铁公寓，等待着在泡沫的破灭那天载歌载舞：“我早就告诉过你它会破灭的！早告诉过你了！”醒醒吧！不论什么时候，真正的泡沫都是很难出现的，不要轻易使用“泡沫”这个词，一定要谨慎。

关于这个人们想象出来的房地产泡沫，有一个被忽略的关键点：在历史上，从来没有（一次也没有）一个泡沫在破灭前就被称为泡沫。真正的泡沫在破灭前是被当做新的行业范例、新兴产业来对待的，它们被认为和已经存在的行业完全不同，所以旧的规律不再适用，现在你可以不必承担多大的风险就可以获得丰厚的回报。在1990年日本的经济泡沫破灭之前，人们觉得日本企业家的实力超凡，西方世界根本无法与之竞争。当科技股泡沫破灭前，人们称它为“新经济”。所以如果某个行业被称为泡沫，还没有破灭，就意味着价格会大幅度上涨，正如房地产业现状，价格的大幅上涨使许多人会担心价格下跌。现在市场上已经出现这种担忧，这就意味着在人们为之担忧的行业投资要冒比较大的风险。

当一个产业出现真正的泡沫时，它不会被称为泡沫，人们也不会感到忧虑。1997～1999年，并没有太多的新闻报道认为科技股是泡沫。托尼·坡金斯在1999年末写了一本书，认为网络股是泡沫，但是这本书销量不佳。我在《福布斯》的专栏里称科技股为泡沫，系这一词汇首次在全美国出版的杂志上被用来形容科技股现状。

如果每个人都意识到某个领域可能出现泡沫，那它就不是泡沫。但是我在2000年看到的情况，和我亲眼目睹的1980年的能源股的情况几乎一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模一样，是真正的行业泡沫，能导致严重的熊市出现。

现在回想一下，1980年能源股的涨势看起来是多么不可阻挡。由于20世纪70年代全球各国的中央银行都出现了不同程度的政策失误，导致通货膨胀率飞速上升，石油输出国组织（OPEC）在两伊战争期间的地位举足轻重，原油价格为33美元一桶，并且根据统计数据，预计四年内原油价格会涨到100美元一桶。没人预料到油价会下跌。与此类似，2000年初，根据统计资料，媒体预计四年内全球的网络用户会增加为目前的三倍。包括《经济周刊》在内的绝大部分媒体，都宣布“新经济”将要到来。收益如何无关紧要，这是新的行业范例，它的形式是鼠标点击，与传统产业完全不同。

1980年的能源股和如今的科技股有很多相似之处：行业的快速增长、首次公开招股发行股票数所占的比例、过度供给和进入市场的商业模型的不完善。2000年3月，美国最大的30家公司股票市值占美国股市总市值的49%，其中有一半是科技股，与2000年的情况极为相似。1980年，美国最大的30家公司市值占股市总市值的1/3，其中的一半是能源股。而且科技股的供求关系也和能源股一样，所以我认为最终的结果也不会与1980年有什么不同。1980年的能源股和2000年的科技股，各自占股市总市值的比例也基本一样。有太多太多的相似，却全被人们忽略了。我在下面的内容中详细阐述了这两个现象的相似之处，这是我们作出撤出投资科技股决定的主要依据。

两种泡沫的构成

1999年和2000年科技股的首次公开招股发行成爆炸性增长，这让我想起了1980年的能源股泡沫，曾经导致整个股市进入熊市。在我看来科技股也能带来相同的后果。借助问题二，下面我尽力找出这两种现象之间没人评论过的相似之处。

股票价格只由供求关系决定，我知道这一点，所以我从过度供给会使价格下跌这一点入手讨论。从表8.3可以看出，通过20世纪70年代末和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90年代末的首次公开招股发行激增，这两个领域的股票供给都快速增长。1980年，接近一半的公司增值来自于能源行业；1999年，几乎所有的公司增值都来自科技股。

表8.3 两种泡沫的构成

美国能源股	12/31/79	12/31/80	增加的数量	美国科技股	12/31/98	12/29/99	增加的数量
能源公司数量	229	301	72	公司数量	1460	1652	192
能源公司市值	189795	324629	134833	市值	2307384	4930559	2623175
所有美国股票	12/31/79	12/31/80	增加的数量	所有美国股票	12/31/98	12/29/99	增加的数量
公司数	4291	4417	126	公司数	8656	8785	129
市值	1024832	1325489	300656	市值	12881072	15748729	2867657
新能源公司占全部新公司的比例			20.3%	新科技公司占全部新公司的比例			21.2%
新能源公司占全部公司的比例			1.7%	新科技公司占全部公司的比例			2.2%
能源公司市值相对总市值的增长			44.8%	科技公司市值相对总市值的增长			91.5%
能源股的市净率			2.6倍	标准·普尔500			13.9倍
标准·普尔500			1.3倍	指数的市净率			5.6倍
能源股与标准·普尔500指数的市净率比值			2：1	能源股与标准·普尔500指数的市净率比值			2.5：1

数据来源：标准·普尔研究报告解析

同时，注意1999年新科技股占所有新股票和所有股票的比例，和1980年的能源股泡沫十分相似。还要注意两个行业和股票市场的市净率之比。几乎都是市场的两倍如今有谁还记得1980年的能源股被当做是增值股票呢？那是段可怕的时期。关键是没有人注意到这点，提到这点。

现在，在表8.4中看一下这两个行业的相对权重。上面的三张表显示了1979～1981年泡沫时期及泡沫破灭以后，能源股在标准·普尔500指数中所占的比例；下面的三张表显示了1998～2000年泡沫时期及泡沫破灭以后，科技股在标准·普尔500指数中所占的比例。

注意能源股和科技股相对权重的相似性。1980年，能源股占了美国股市的28%，但是科技股的增长态势更明显，从1992年的5%增长到1999

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.4 泡沫行业在标准·普尔 500 指数中所占的权重

1979 年 12 月		1980 年 12 月		1981 年 12 月	
原材料业	9.64%	原材料业	8.88%	原材料业	8.58%
资本货物业	10.28%	资本货物业	10.82%	资本货物业	10.03%
通讯服务业	6.05%	通讯服务业	4.62%	通讯服务业	6.53%
消费产品业	10.90%	消费产品业	9.23%	消费产品业	10.58%
循环消费业	9.86%	循环消费业	8.00%	循环消费业	8.84%
能源业	22.34%	能源业	27.93%	能源业	22.80%
金融业	5.79%	金融业	5.34%	金融业	6.01%
健康医疗业	6.42%	健康医疗业	6.54%	健康医疗业	7.42%
科技业	10.86%	科技业	10.69%	科技业	10.33%
运输业	2.17%	运输业	2.89%	运输业	2.95%
设施建设业	5.70%	设施建设业	5.07%	设施建设业	5.92%
	100.00%		100.00%		100.00%

1998 年 12 月		1999 年 12 月		2000 年 12 月	
原材料业	3.11%	原材料业	2.99%	原材料业	2.41%
资本货物业	8.07%	资本货物业	8.40%	资本货物业	9.01%
通讯服务业	8.33%	通讯服务业	7.93%	通讯服务业	5.47%
消费产品业	14.89%	消费产品业	10.88%	消费产品业	11.35%
循环消费业	9.13%	循环消费业	9.14%	循环消费业	7.56%
能源业	6.22%	能源业	5.43%	能源业	6.45%
金融业	15.59%	金融业	13.20%	金融业	17.22%
健康医疗业	12.07%	健康医疗业	9.05%	健康医疗业	14.10%
科技业	18.54%	科技业	30.02%	科技业	21.85%
运输业	0.93%	运输业	0.70%	运输业	0.67%
设施建设业	3.11%	设施建设业	2.28%	设施建设业	3.91%
	100.00%		100.00%		100.00%

数据来源：标准·普尔研究报告解析，汤姆生金融数据

年的30%之多。在我看来，这种增长方式使得科技股在将来可能下跌，但是我没料到它会下跌这么多，促成了能与能源股在1980～1982年夏天这段时间相比的熊市出现（今天，用标准·普尔500指数来衡量，科技股占美国股市的15%）。这些信息，对于我于2000年科技股回报率最好的时候作出撤走资金的决定，起到了至关重要的作用。

在某些方面，我觉得科技股泡沫带来的后果比能源股泡沫带来的后果还要糟糕。1980年，在50支市值最大的能源股中，没有一支是在当年或者前几年首次公开招股发行的。1978～1980年，尽管有许多能源股首

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

次公开招股发行股票，但数量都比较小。而在2000年，50支市值最大的科技股中有11支是在1998年或1999年首次公开招股发行的，这会增大市场风险。而最要命的是没有人注意到科技股大幅上涨和发生在20年前的上一次产业泡沫之间存在着惊人的相似性。我并不是唯一亲眼看到能源股崩盘的金融人士；我也并不是这个世界上唯一能获得两者之间数据并将它们进行比较的人。在我之前，本应该有很多人发现这种相似性。但是我却没发现有人注意到这种相似性，这是很令人心惊的。他们手拿着火把，却走错了方向。

虽然我也不确定科技股一定会在何时崩盘，股市何时大幅下跌，但我感觉到这是迟早要发生的。首先，根据个人感觉、收益曲线、预算盈余、股权收购、石油价格等因素，我否定了股市大幅上涨或小幅上涨的可能性。其次，我认为股市大幅下跌也不可能，根据我从1981年的能源泡沫事件中得到的经验来看，石油的下跌影响到其他产业需要很长时间，即一个产业泡沫的破灭不会立刻对其他行业产生影响，所以我认为科技股会开始下跌，并且幅度较大，但是导致股市随之下跌则需要时间。而一个主要的股市开始走低则需要更多的时间。最后，我知道牛市的结束不是突然的，而是一个缓慢的过程。这是个基本的定理！一般情况下，牛市并不会出现尖锐的顶点，而是逐渐走高。在2000年的顶点前后，有超过10个月的股市的增幅都在9%左右，见图8.2。

随着2000年进入尾声，这一年纳斯达克指数下跌了39%，标准·普尔500指数下跌了9%，但是投资者和专家们仍然认为行情会再度回升，最终我得出结论：现在差不多就是全面进入熊市的转折点，不仅仅是科技股会低迷，整个股市都会进入熊市。此时，科技股泡沫已经踏上了破灭之路。另外，我看到新的科技公司在大把烧钱，就像1980年的新兴能源公司一样，同期投入的资金比例水平都几乎完全相同（我在下面方框里的内容给出了详细数据和说明）。如果一家公司不回到股市来募集更多的资金，我们就能算出该公司现金还需要多长时间耗尽。现金耗尽的公司要么倒闭，要么给它提供更多的新股供给——都不是理想的出路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图 8.2 牛市的结束是缓慢的，不是突变式的

数据来源：汤姆生金融数据

网络公司的缺现速率

2000年9月，尽管纳斯达克指数从这一年的最高点下跌了16%，标准·普尔500指数下跌了4%，投资者仍然普遍认为大盘会回升——当然，现在我们都知道那时正是持续的低迷熊市的开始。有一个简单地检查自己的经验是否正确、防止事后认知偏见的方法，就是翻看旧的杂志封面和里面的文章。但是当时这样做却没起到作用，人们对股市前景仍然保持乐观。

但我已经宣布科技股的泡沫即将破灭，我的公司已经有9个月的时间对科技股投资采取防御性策略。我认为股市将全面转入熊市。同时，我还对在科技股首次公开招股发行激增时期进入股市的新公司做了研究。

许多新的公司都依赖资本市场提供资金，以维持自身经营。他们不能靠自己赚取现金，所以他们求助于投资银行家，不断为他们募集资金(记住，为了巨额手续费，投资银行家是很乐意做这件事的)。这些公司花钱如流水，希望有一天能脱离泡沫，成为真正的业界巨头。问题是，如果募集不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.5　网络公司的缺现速率

股票代码	公司	市值	总债务	第一季度现金	第二季度现金	1999年第四季度	2000年第一季度纯收入	2000年第二季度	缺现速率
1 ONEM	ONEMAIN.COM 公司	282.12	30.45	17.06	1.42	-32.73	-39.84	-35.88	0.04
2 FLAS	FLASHNET 通信公司	52.3	8.61	0.23	-	-11.42	-4.96	-	0.05
3 GENI	GENESISINTERMEDIA.COM 公司	86.98	33.15	0.35	0.41	-6.66	-5.13	-7.34	0.06
4 HCOM	HOMECOM 通信公司	8.14	0.48	0.08	-	-2.3	-1.49	-	0.06
5 3EFAX	EFAX.COM 公司	16.07	1.5	1.6	0.18	-10.14	-5.38	-2.56	0.07
6 CLAI	CLAIMSNET.COM 公司	23.19	0	2.49	-	-2.39	-1.93	-9.31	0.27
7 NETZ	NETZEE 公司	120.52	16.22	1.33	5.41	-18.85	-15.67	-17.77	0.3
8 LUMT	LUMINANT 世界公司	235.83	6.79	9.44	-	-24.47	-29.65	-29.12	0.32
9 3ESYN	ESYNCH 公司	83.41	0.11	0.5	-	-2.14	-1.49	-	0.33
10 RMII	RMI 公司	66.39	3.78	3.26	-	-12.24	-7.4	-8.41	0.39
11 DGV	DIGITALLAVA 公司	26.88	0.27	2.59	0.68	-2.25	-1.54	-1.74	0.39
12 ECMV	ECOM 投资公司	22.18	54.42	2.91	-	-0.13	-6.62	-	0.44
13 ZDZ	ZDNET	135.59	0	0.02	1.21	2.05	-1.57	-2.64	0.46
14 MRCH	MARCHFIRST 公司	2679.63	20	369.83	176.43	8.36	-117.33	-374.45	0.47
15 GEEK	美国因特网公司	48.92	0.73	3.3	1.72	-0.9	-1.58	-3.27	0.53
16 ROWE	ROWECOM 公司	51.25	6.96	9.29	10.13	-1.61	-15	-19.16	0.53
17 PRGY	PRODIGY 通信公司	677.28	109.36	21.13	20.73	-29.76	-34.91	-38.95	0.53
18 WAVO	WAVO 公司	22.19	3.37	10.23	4.77	-14.42	-3.51	-8.91	0.54
19 ELTX	ELTRAXSYS 公司	150.96	17.7	14.2	-	-1.66	-5.24	-26.34	0.54
20 KANA	KANA 通信	5575.49	1.72	35.67	162.84	-	-14.45	-284.94	0.57
21 ATHM	ATHOME 公司	7578.71	873.23	502.28	388.73	-723.01	-676.52	-668.26	0.58
22 PILL	PROXYMED 公司	30.88	1.75	7.91	7.38	-	-5.72	-10.48	0.7
23 AHWY	AUDIOHIGHWAY.COM	14.36	0.46	8.34	3.47	-5.86	-4.01	-4.78	0.73
24 BFLY	BLUEFLY 公司	10.77	2.87	3.91	3.93	-5.69	-5.67	-5.3	0.74
25 ELIX	光电波	941.85	710.4	25.99	-	-35.02	-35.14	-34.96	0.74

到资金，许多这样的网络公司老板就会无计可施。他们只有两个选择：要么发行新股票，增加股市上新的供给，要么破产。前者会带来熊市；后者对于公司是致命的打击。

为了便于比较，只要是能得到相应数据的新科技股，我们都计算出了缺现速率，这是衡量公司在没有新的现金提供时资金多久会耗尽的概念。为了得出这个速率，我将2000年第二季度（这里的第二季度是7～9月）公司获得的现金和净损失作了比较。假设这些公司没能继续募集到外部资金，用现有的现金除以第二季度的净损失，就得到了缺现速率。来看一个例子，表8.5中的第18家公司WAVO公司（还记得它吗？什么？你不记得了？我也不记得了，这家公司已经破产消失了），在2000年6月30日拥有470万美元的现金，而当个季度的净损失是890万美元。现金数额除以净损失数额，得到该季度的缺现速率为0.54。这意味着该公司一个季度后只剩下了一半的现金。如果它继续以这种速度烧钱，而又不能快速地通过发行新股募集奖金，那么它就要倒闭了。

最后我发现一共有223家上市公司处于这种状态，如果他们不能足够迅速地通过发行新股募集资金，他们就将成为历史。表格里给出的是25家情况最糟糕的公司。仅仅一个季度，这些公司的总市值就从1400亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元激增到3120亿美元，这种增值并不是价格上升带来的，而是许多公司无限制地发行股票造成的，这些公司面临破产边缘，却没人注意到。股市充斥着不能盈利的公司发行的股票。随着首次公开招股发行，股市陷入低迷，许多刚上市的公司在一年之内就破产了，而产业泡沫才刚刚开始破灭。

这张表的内容和说明的事实都是相当直观的，今后在你想要购买一家公司的股票前，你应该先计算一下该公司的缺现速率。我们使用的所有信息都是上市公司公开的，你只需要拥有高速的网络连接设备和锁定你感兴趣的产业就可以了。

注意在2000年年初，科技股占了整个标准·普尔500指数的30%权重。如果像纳斯达克指数那样，占30%的产业下跌了39%，而其他产业比重不变，那么整个股市就会下跌11.7%。但是2000年的标准·普尔500指数只下跌了9%，这表明其余的产业股市（即非科技股部分）在上涨。这就是当年的事实情况。崩盘的产业还没有拖着股市的余下产业和它一起下跌。

但是情况没有好转，现金短缺的科技公司，仍然大量发行股票，造成供给过度。最终，供给大大超过需求，一家接一家的网络公司耗尽了资金，这将会造成一种产业现象，而余下的全球股市也要为该领域的供给过度付出代价。如果当时人们对科技股、收益曲线或者股市的随便什么方面能有一点注意和担忧的话，我所看到的2001年的股市下跌只是小幅下跌了。但是没有人担忧的时候，正是最值得担忧的时候。跟我重复一遍巴菲特先生的至理名言："当所有人都在因忧虑而犹豫的时候，你应该贪婪；而当所有人都贪婪的时候，你应该有所担忧。"在2000年年末，我已经看出在2001年不会存在能阻止股市暴跌的购买力了。

连锁出售

股市进入熊市的时候，有些产业会首先下跌。因此出售股票，进而影

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响到其他领域的过程，我称之为连锁出售。它是这样的：假如你在经营一般科技股的共同基金，你拥有小型网络公司的股票和科技业巨头的股票。当小型网络公司的股票开始暴跌时，你必须采取措施避免损失。你得卖出一些股票换取现金来弥补损失。你会出售哪些股票呢？你不能出售暴跌的小公司的股票，因为它们不具有这样的变现能力，而且你希望它们的价格还能回升，所以你出售英特尔、微软和甲骨文公司的股票。这样做将损害这些股票，进而影响到其他的基金。这时，一些还在增长的股票基金包含的是科技股票、医药业股票、消费产品公司的股票等。因为你的出售损害到了英特尔、微软和甲骨文的股票，拥有这些股票的基金经理就必须出售股票来弥补损失，所以他出售了默克制药公司和宝洁公司的股票。这种从基金到基金的连锁出售，使整个股市的大部分都会受到冲击。2000～2003年，唯一没有受到影响的是那些小型高折扣的价值股，这些股票和科技股票是完全相反类型的股票。

所以在2000年，我减少了自己持有的科技股数量，到了年末，我的投资策略已经完全转为防御性质，我拥有的全是现金或者现金等价物，并坚持采用防御性策略达18个月。

熊市的一些基本定则

你也许会问，为什么是18个月呢？虽然牛市的持续时间变化不定，但是大多数熊市的持续时间都在一年到一年半之间。在现代历史上，很少出现持续时间达两年或两年以上的熊市。熊市的持续时间越长，就越有可能使你因等得太久而错过了回归市场的时机。2000～2002年的熊市是不正常的，自从大萧条过后，全球股市再没出现过如此规模和强度的熊市。很长一段时间，也许几十年，我们可能都不会再见到持续时间长达3年的熊市了。即使不久熊市再次出现，等待18个月仍然是稳妥的选择。如果你认为熊市会持续更长时间，那么很可能你将错过下次牛市开始时带来飞涨的投资回报率——错过它将是一大笔损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进一步说，如果你在熊市成功脱身，并且时间也证明你是对的，你迟钝的思维可能会阻碍你抓住牛市开始的飞涨时期。如果你不与之做一番斗争，你是回不到股市的。待在股市之外更安全：时间越长，你就越觉得自己是对的，更何况你成功说服了自己股市开始暴涨并不意味着熊市已经结束。认为行情转向牛市可能是错误的，如果你犯了这个错误人们就会嘲笑你（相信我，2002年我因为入市过早饱受嘲讽）。

当你成功脱离熊市，你就认为它会持续很长时间，但它一般不会持续那么久。许多长篇大论都这样谈论："持续时间很长的熊市包含周期性的牛市"，人们认为股市正向增长的年份只是股市下跌超级循环中的小插曲。一派胡言！这些都是被TGH戏弄过的人的想法。自从2002年开始，就不断有人发表这样的观点。但是从2003年开始，不管你从哪方面来衡量，股市每年都在上涨。但人们还是认为牛市是例外情况，甚至都不觉得出现牛市是正常的。那些认为牛市只是例外的情况而不是正常现象的人们，应该停止玩世界末日的游戏了。

2/3与1/3定理，2%定理，3个月定理，18个月定理

理解熊市的本质，就能清楚地说明为什么确定重新回到股市的时间是很重要并且是很容易的。在历史上，熊市持续期的前2/3时间造成的损失，大概占熊市造成的损失总数的1/3，我称之为"2/3与1/3定理"。这虽然是个粗略的估计，但是一般2/3的损失都是直到熊市快结束时才发生的。1973～1974年的熊市就是个很好的例子，参见图8.3。

临近熊市结束，损失反而更严重，这是TGH戏弄你的方式，它想使你错过新牛市的最初暴涨时机。

这个定理的另一层意思是熊市起初的跌势并不剧烈，后来才发生暴跌。在股市顶峰后，熊市持续时间的前10%～20%时间段内，股市的下跌很缓慢。图8.2中给出的2000年熊市的情况就是个很好的例子。但并不是所有国家的熊市都这样发展，小国家的股市下跌也许从一开始就非常迅速。但是对美国和世界市场，这个定理都是成立的。所以，对于一个主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

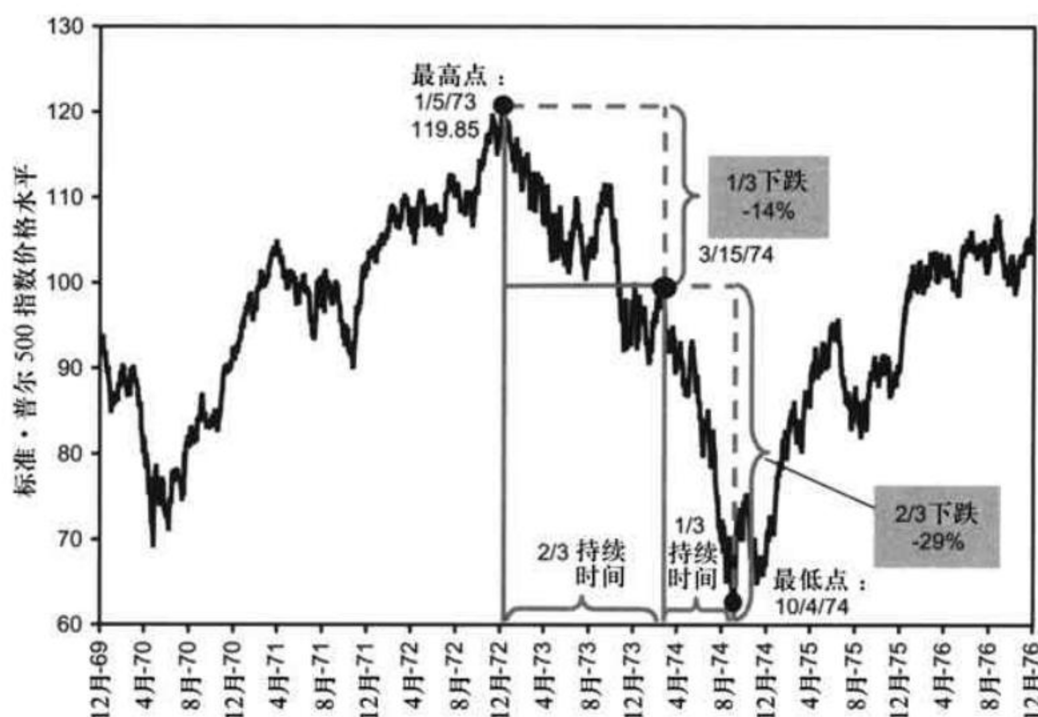


图8.3 2/3与1/3定理
数据来源：汤姆生金融数据

股市，你不必试图在它到达谷顶峰底之前就作出预测。耐心等待，直到股市走到最高点或最低点，然后分析接下来已经发生的情况。在有些事情发生后确定何时是股市的顶峰或谷底，永远比在什么事都还没发生时就作出预测容易。

牛市的顶点并不是突然升高的突起点，熊市的低点则一般是V型，有时是W型。如图8.4所示的V型低点，如果你在峰值过后所采取的防御性策略是成功的，那么你在V型的左侧回到股市与在V型的右侧回到股市是否有区别？没有太大区别。不论你是在V型的左侧还是右侧回到股市，你所面对的情况是基本一样的（回到股市过早会多损失一点利息）。

一旦你成功脱离熊市，因惯性造成的麻烦也随即出现。在正确的时间离开股市需要勇气和眼光，而在正确的时间回到股市也是同样困难的选择。18个月定理能给你提供参考，帮助你自我约束。如果你觉得我定下的18个月太短，没关系，但是你一定要预先确定自己的时间上限，20个月或者22个月或者随便多久，一定要坚持。有一种方法能帮助你随机确定你的时间上限，那就是满18个月的时候，先观察一下股市的情况。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

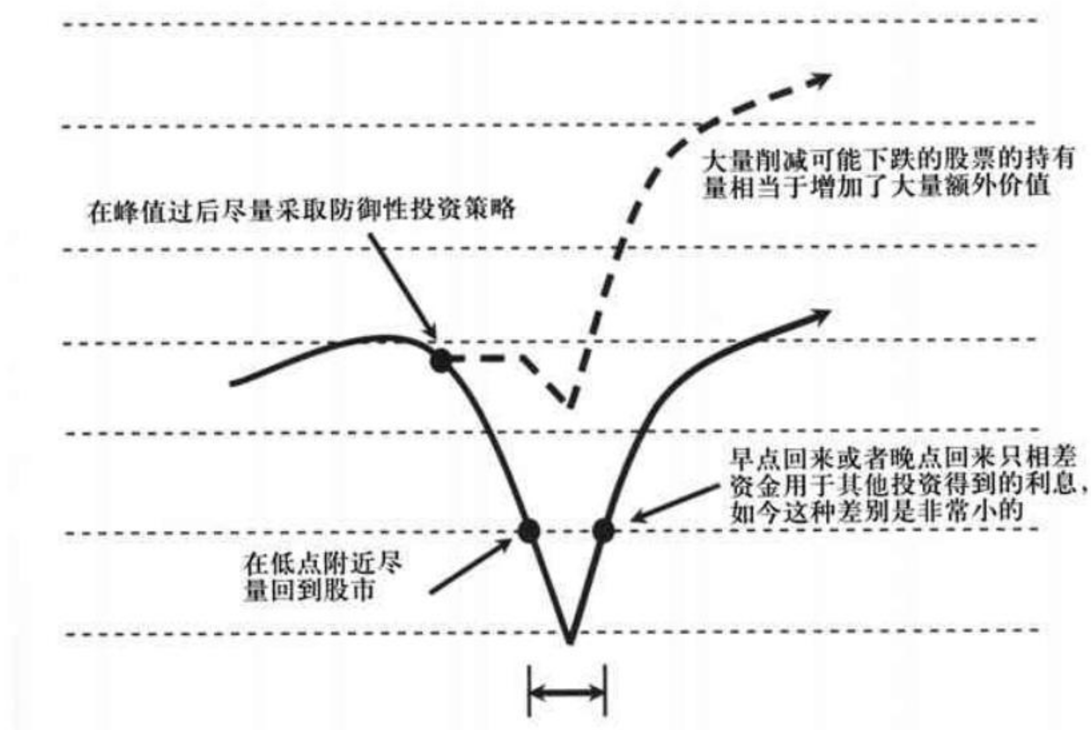


图 8.4　随熊市而来的总是牛市

18个月之后，你仍然确定自己看到了使股市继续下跌的因素，而其他人没有发觉，那么静观其变。如果1个月后股市没有下跌，你就要强迫自己回到股市；如果股市下跌了就耐心等待，但是如果股市回升到了18个月刚到时的水平，你就应当回到股市中。

不论采取哪种方法，只要你能坚持付诸行动，不让自己的情绪和TGH左右你的决定，就可以得到相似的结果。

还有另一个原因可以解释为什么你不必将回到股市的时机计算得准确无误：所有曾经发生的美国和全球的熊市，除了有一次例外，都会发生从峰值到谷底持续时间约1个月的下跌，下跌幅度为1.25%～3%，那么2%就是一个很合理的平均下跌幅度，1973～1974年的熊市就是一个很好的例子，见图8.5。唯一的一次例外是1987年的熊市，因为持续时间太短了，当你撤出资金时股市已经恢复元气了，你眼睁睁地看着股市的发展，感觉备受愚弄。

如果你怀疑现在的股市处于熊市，不妨耐心地等一等，观望一下。如果股市下跌超过了2%，等股市反弹以后再清仓退市。因为你经历的可能是大盘回落。但是，在典型的熊市中，回落将是短期的价格上涨，上涨幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8.5 历史大事年表

年份	事件	标准·普尔 500 指数
1934	大萧条。首次保证金规定。希特勒宣布自己就任纳粹德国元首。	−1.4%
1935	西班牙内战。意大利入侵北非。希特勒拒绝接受《凡尔赛和约》。	47.7%
1936	经济举步维艰。市盈率创历史新高。希特勒控制莱茵区。	33.9%
1937	工业产值和消费水平大幅度下降。经济衰退。	−35.0%
1938	世界大战酝酿爆发。华尔街丑闻被披露。	31.1%
1939	欧洲战争新闻充斥报纸头条。纳粹德国和意大利签署 10 年军事条约。	−0.4%
1940	法国战败。战火烧至英国。美国提出参战草案。	−9.8%
1941	珍珠港事件。纳粹德国入侵苏联。美国对日本、意大利和纳粹德国宣战。	−11.6%
1942	战争价格管制。世界大战进行过半。	20.3%
1943	美国定量供应肉和奶酪。富兰克林·罗斯福强行停止价格上涨，停发工资。	25.9%
1944	消费商品短缺。盟军登陆诺曼底。	19.8%
1945	二战后经济衰退。福兰克林·罗斯福去世。美国在日本投放原子弹。	36.4%
1946	美国通过《1946 年雇佣法案》。钢铁及造船业工人罢工。	−8.1%
1947	冷战开始。	5.7%
1948	柏林墙。美国政府控制铁路，防止工人罢工。	5.5%
1949	苏联成功试爆原子弹。英国宣布英镑贬值。	18.8%
1950	朝鲜战争爆发。	31.7%
1951	美国开始征收额外利润税。	24.0%
1952	美国政府控制铁矿，防止工人罢工。	18.4%
1953	苏联成功试爆氢弹。经济学家预言 1954 年将出现经济萧条。	−1.0%
1954	道·琼斯指数曾达到略低于 300 的水平，人们普遍认为市场过热。	52.6%
1955	艾森豪威尔患病。	31.6%
1956	埃及收回苏伊士运河。	6.6%
1957	苏联发射第一颗人造卫星。国务卿汉弗莱警告可能出现经济萧条。	−10.8%
1958	经济萧条。	43.4%
1959	卡斯特罗在古巴执政。	2.0%
1960	苏联击落 U−2 侦察机。卡斯特罗收回美国石油精炼厂。	0.5%
1961	柏林墙倒塌。绿色贝蕾帽被派往越南。猪湾登陆失败。	26.9%
1962	古巴导弹危机，有可能造成全球毁灭。肯尼迪压低钢铁价格，惊动华尔街。	−8.7%
1963	肯尼迪总统被暗杀。南越政府垮台。	22.8%
1964	《东京湾决议》签署。纽约种族骚乱。	16.5%
1965	人权游行。国库券状况提醒人们警惕黄金投机。	12.5%
1966	越南战争升级:美国轰炸哈努尔.出现10年以来最高的价格/债务比率。	−10.1%
1967	纽瓦克和底特律发生种族骚乱。约翰逊在巨额防御花费账单上签字。	24.0%
1968	美军在越南发动春节攻势。马丁·路德·金和罗伯特·肯尼迪被暗杀。	11.1%
1969	收紧的货币政策导致市场下跌。银行优惠存款利率达到历史最高。	−8.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1970	美国入侵柬埔寨，越南战争再次升级。货币发行量减少。	4.0%
1971	工资价格被冻结。美元贬值。	14.3%
1972	出现有史以来美国最巨额的贸易赤字。美国破坏越南港口。	19.0%
1973	阿拉伯石油禁运导致能源危机。水门丑闻。阿格纽辞职。	−14.7%
1974	出现40年来最严重的股市下跌。尼克松辞职。	−26.5%
1975	纽约银行破产。经济前景不容乐观。	37.2%
1976	经济复苏减缓。石油输出国组织提升油价。	23.8%
1977	股市暴跌。社会保险税提高。	−7.2%
1978	利率上升。	6.6%
1979	石油价格飞涨。三英里岛核污染。伊朗扣押美国大使。	18.4%
1980	高利率。卡特总统停止谷物出口苏联。	32.4%
1981	严重的经济衰退开始。里根总统被枪击。能源领域泡沫开始破灭。	−4.9%
1982	40年来最严重的经济衰退，收益直线下跌。失业率高涨。	21.4%
1983	美国入侵格林纳达。美国在贝鲁特的大使馆遭到炸弹袭击。WPPSS有史以来最严重的债券政策失误。	22.5%
1984	联邦赤字创历史新高。FDIC（联邦储蓄保险公司）紧急援助伊利诺斯州大陆银行。AT&T（美国电话与电报公司）垄断解体。	6.3%
1985	美国和苏联的军备竞赛开始。美国成为世界最大债权国。	32.2%
1986	美国轰炸利比亚。布斯基因内幕交易被判有罪。“挑战者”号航天飞机爆炸。切尔诺贝利核事故。	18.5%
1987	单日股市跌幅创历史纪录。“伊朗门事件”调查显示里根总统负有责任。	5.2%
1988	第一共和银行破产。美国指控诺列加。	16.8%
1989	储蓄贷款紧急援助计划启动。旧金山地震。美国在巴拿马布军。	31.5%
1990	伊拉克入侵科威特，海湾战争开始。消费者信心急剧下跌。失业率上升。	−3.2%
1991	经济衰退。美国发动对伊拉克空袭。失业率上升到7%。	30.6%
1992	失业率继续上升。经济恐慌。货币供应紧缩。激烈的大选。	7.6%
1993	税费上升。经济是否恢复前景不明朗，对此的担忧导致双低谷衰退的产生。	10.0%
1994	建立国民健康管理的尝试。	1.3%
1995	对疲软的美元恐慌。	37.5%
1996	对通货膨胀的担忧。	22.9%
1997	10月的科技股“小崩盘”和泛太平洋危机。	33.3%
1998	俄罗斯瓦砾危机。亚洲禽流感爆发。长线资金管理崩溃。	28.6%
1999	千禧年偏执症和衰退。	21.0%
2000	网络泡沫开始破灭。	−9.1%
2001	经济衰退。“9·11”恐怖袭击。	−11.9%
2002	公司财务丑闻。对恐怖袭击的担忧。伊拉克局势紧张。	−22.1%
2003	共同基金丑闻。伊拉克战争。非典爆发。	28.7%
2004	对疲软的美元和美国“三种赤字”的担忧。	10.9%

数据来源：全球金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

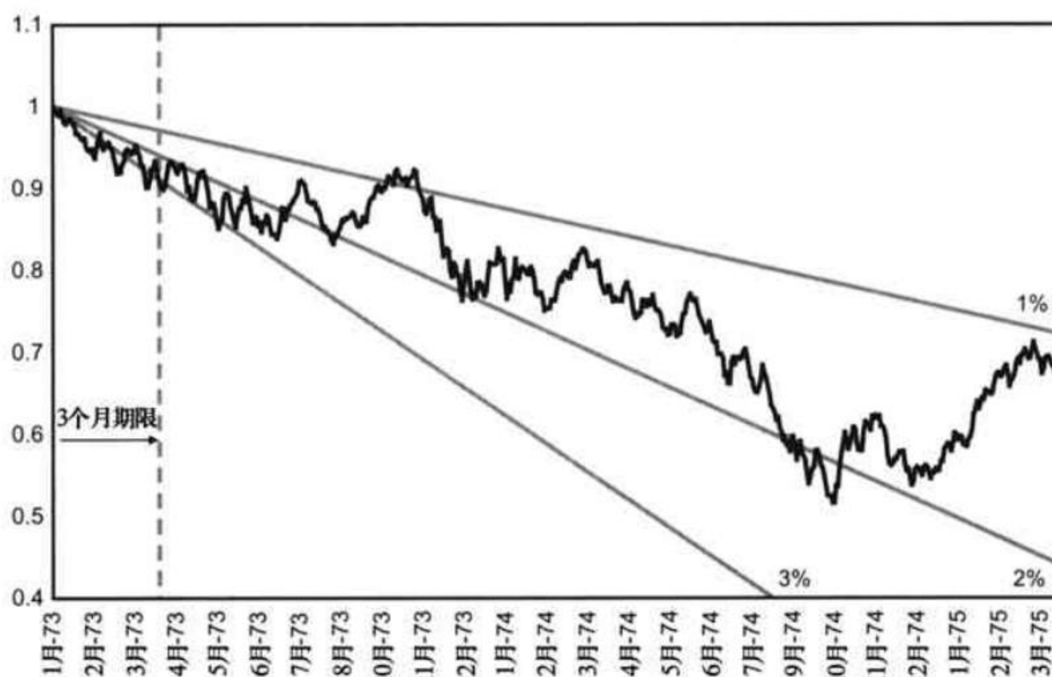


图8.5 2%定理
数据来源：汤姆生金融数据

度在顶峰开始的2%范围内，此时是清仓比较好的时机。身在股市，耐心是种美德。

乔·古德曼富有智慧，是《福布斯》历史上专栏写作时间排名第四的人。在我看来，他是最好的《福布斯》专栏作家。在20世纪40年代和50年代，他建议读者永远不要过早地认为股市到达顶峰，他建议读者在从自己认为股市顶峰到来算起再等待3个月，然后得出熊市到来的结论（就像我在前面和你说的那样）。

牛市是慢慢结束的而不是突然终止这一观点，以及2/3与1/3定理、2%定理和古德曼提出的3个月定理，这些都能帮助你避免过早下结论，使你避免把回落误认为是熊市，而在剩下的时间看着牛市一路走高。如果股市真的进入熊市，那么波动的、变化缓慢的峰值在下降了6%~10%的这段时间内，就会给你大量机会清仓退市。如果你能成功从熊市中脱身，那么损失一点也是可以接受的。

一旦你脱身了，不再回到股市的合理解释有无数个。作为投资者，我们常常不能正确记得过去的事情和我们的反应（事后认知偏见），所以我们感觉我们做得很好，而实际上不是。每当历史上出现重大事件时，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总会情绪过激，因此失去了理性。1998年股市几乎回升了20%，使我们误以为这是一次回落，在接下来的日子股市继续下跌，并创了历史纪录。我们认为2006年的伊拉克战争比越南战争或者朝鲜战争更具有破坏性，我们从来没有面对像基地组织这样的敌对势力，我们的国家也从来没有像这次这样不团结，等等。

浏览表8.5的历史大事年表，回忆一下你在一些事件发生时的感受，比如古巴导弹危机时，比如肯尼迪被暗杀时，比如美国驻伊朗大使被绑架时，比如千禧年临近时。

这张大事年表并不是想使你产生人性已经缺失了的感觉，而是想说明股市具有自我恢复性。不要让忧虑控制了你，不要让TGH的阴谋得逞。

牛市换装

TGH总是在想方设法戏弄你，试图使你相信每次牛市都是熊市伪装成的。所以新的牛市的到来，总是伴随着TGH设下的陷阱，让你以为这次只是熊市换了装扮。牛市是个异装者，我还没有见过“牛”不穿着“熊皮”就到来的情况。不幸的是，大多数投资者都没能认出这个异装者。他们入市太晚，误以为自己是和熊市共舞。TGH戏弄了他们，使他们错过了牛市开始时高达50%的涨幅。

为了使自己能够和TGH对抗，你得学会如何将牛市中的回落和熊市区别开。这两者主要的区别在于下跌幅度和持续时间的不同。牛市中的回落是短期内下跌幅度达10%～20%的全球性下跌。

持续时间短，下跌幅度大，事先没有任何预兆，并且它的峰值呈尖点状，使你觉得股市还会继续下跌。但是它结束得也非常突然，回报率以火箭升空般的速度蹿升到历史新高，和其下跌速度一样快。下跌只会持续1～4个月，接下来就是上升。4个月后，股市再度下跌的说法听起来是很傻的，但是一旦出现这种说法，你将不得不面对下跌的现实。

像1998年年中时那样，股市下跌20%，你也许觉得下跌的幅度已经相当大了，并且可以称之为熊市，但是形容它的最好词汇却是“短期”和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“迅速”。在牛市中回落是很普遍的现象（平均每年都有一到两次），并且事先基本上预料不到它会出现。你不应该尝试去预测回落何时发生，因为它下跌再回升的速度实在太快了。通常情况下，你会错过正确的退市时机，或正确的归市时机，甚至可能两者都错过了。别灰心，在资本管理投资的历史上，有成千上万的从业者，他们中没人——从来没有任何人——曾经在长线投资中正确地预测到了短期回落的出现。

与小幅下跌的情况相似，由绝佳的运气和精确的预测带来的任何收益，都会被交易费用和税费消耗掉。不要轻易行动，记住你可能正在被TGH戏弄，你将会因你的耐心而有所收获。

熊市换装

熊市到来的时候，看起来一点也不像是牛市中的回落，它发生得并不是那么突兀、迅速。牛市到达最高点时，并没有任何迹象表明接下来股市会突然下跌，没有这种预示效应存在（除了1987年，那是这个定理的一个例外）。此时就不是“牛”穿着“熊皮”，而是“熊”穿着“牛皮”。如前文所述，牛市到达顶点以后的走势是平稳的、缓慢的，不会给人们产生熊市将要到来的感觉（除了那些顽固的行情看跌者）。你不会听到“轰”的一声巨响，股市崩盘，熊市到来。事实上，你觉得你的多样投资组合已经不适用了，应该对个股下大赌注，或者在某个领域投资，以获取丰厚回报。

从历史上来说，如果股市在71%的时间中投资回报率都是正的，投资回报率是负的年份里股市仅仅是小幅下跌，那么即将到来的是真正可怕、大幅下跌的熊市。自1980年开始，这种情况只发生过四次，所以你应该不会很快就能看到这种情况发生，但是未来的情况不会有本质上的区别。换一个角度看这个问题，如果你在20年内，有三四次曾经看跌行情，那么你就担忧过头了。

作为人类，对规避风险所做的努力通常会比赚取利润所做的努力要多。记住这点。如果你的大脑告诉你熊市一直在你周围徘徊，那么你错了。想要成功预测熊市的到来，意味着你必须要独自一人来分析股市。你必须

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个人行动，不能和其他人一起行动。但是如果你有了投资三问的帮助，你就不会是独自一人在行动。

到底哪里出错了？

成功地预测到熊市的到来，只是走完万里长征的第一步。如果你对股市已经采取了防御性策略，你仍然得决定什么时候再重回股市。我们迟钝的思维通常在考虑怎样才能在股市中挽回自己的损失，而不会做出退出股市的决定。你不能依据一些指标就决定抽身退出股市，同样，也没有有效的方法能让你知道什么时候该回到股市中。前面曾经提到，如果我在2002年10月回到股市，我将刚好在股市的最低点回到股市中。我并没指望能把时间计算得如此精确，但是在TGH把暴跌扔向你的时候回归股市绝不是什么有趣的经历。

重返股市

下面列出来的是我决定在2002年5月重返股市的主要原因。除了返回的时间太早以外，你可以看到这些原因都是借助投资三问所得出的，是理性的、谨慎的决定。

根据我的18个月定理，我相信在2002年6月我的投资能产生相应的回报。我不愿意等待更久了，因为我的客户们的耐心已经有限了。

自进入熊市以来，统计数据首次也预示行情继续下跌。因此，我认定大幅度下跌是最不可能发生的情形。结果，一年以后，全球股市开始下跌，但是幅度很小。在我看来，想要预测股市在未来几个月的走势仍然是不可能的。这一次，虽然我是对的——股市并没有在一年以后大幅度跳水，但是股市是马上开始暴跌的。我陷入了困境。没人希望自己的投资赔钱，但是通常在我预计股市走向是前三个状态时，我都至少能使自己和客户不赔钱。

在熊市期间看准时机、选对投资项目，回报通常是呈几何级数增长的，像共同基金就是在下跌的股市中才能获得较好的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看跌行情的新闻到处传播，而发布新闻的人被认为是理性而又充满智慧的。

主要的负面新闻已经广为人知，因此效用也打了折扣，它们令人震惊的负面影响在过去的两年半中逐渐被冲淡，包括经济衰退、收益降低、潜在的公司破产、恐怖袭击、日益升级的战争威胁、财会丑闻（安然、世界公司）等等。

在当时，股市的形势看起来像是在2001年9月（正好在恐怖袭击发生在纽约、华盛顿和宾夕法尼亚州之后）和2002年5月形成了双谷底模式。

货币的现状还令人满意。货币升值的速度比通货膨胀增长的速度要大，短期的可变现性也在增长，美国和全球的收益曲线都一路走高。最重要的是，很少有人注意到这方面的情况。

外国股市所起的作用首次超过美国本土股市，这预示着可能的股市增长，以及全球的熊市即将结束（尽管这次股市并没有按照预期的变动，但是到2003年股市的走势还是回到了这次预期的路线上）。

运行强度指标

在资本市场上，我们又发展了一项技术：运行强度指标。它表明当时的股市已经处于股票被过度出售的状态，即将开始回升。不幸的是，我们用来分析熊市的所有数据都来自二战之前，那时的熊市规模要小得多，所以在面对如此严重的熊市时，并没能充分反应现状。

运行强度指标是用来衡量在股市操作中，人们感觉疲劳的程度的指标。它是我的公司在问题二的帮助下发展出来的资本市场技术的成功例子之一。它提供了衡量人们短期感觉的方法，而人们的短期感觉是股票需求的主要推动力之一，并且是在短期中决定股票价格的关键因素。它是一种综合了许多方面的因素所建立的复杂算法，根据它基本上可以知道股市的走向，因为它反映了股市的疲劳度，即不再维持某种走势，因此会发生改变。将这个指标限定在0～100之内，我们发现当许多股票的指数都低于20时，随之而来的通常是强力反弹；而如果这个指标高于80，说明股市处于购买过度的状态，价格通常会下跌。我们曾用历史数据测试过这个指标，结果都与实际情况基本吻合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2002年5月，这个指标下跌到了非常低的水平，远低于20，似乎表明股市处于过度出售的状态。大多数重要股市指标都是一样的情况，这种状态几十年来都没有出现过，在未来几十年应该也不会出现。这时如果不相信这个指标，回到股市，意味着我们以后也不会使用这个指标。但是这个指标从没有在实际情况中应用过，当我们频繁测试它的时候，我们没办法让测试环境变得和现实一样，各种条件之间紧密相关。时间所起的作用是至关重要的。运行强度指标并不能在这种强度的熊市下发挥完全的作用，它是用来反映比较正常水平的熊市的状态的。按照正常的标准来看，我们的感觉在当时处于非常低落的水平。而在熊市过去之后，我们再回过头来看，发现我们的感觉可能（并且确实）比以前糟糕得多。

到6月底，我们清楚地知道这个指标并没能完全起到计时工具的作用。但是，其他的定理都仍适用，因此我们没有理由再次从股市中脱身。我开始感到后悔，并得到了许多宝贵的经验（能在对抗TGH的斗争中起到些作用）。

为不常见的极端情况建立资本市场技术，需要大量相似的以前的历史数据。但是这些数据还有效吗？我以前就知道答案，但是在这次的经历中我更加深入地理解了答案：历史数据的失真相当严重，但是没人知道是怎么失真的。这次的教训使我牢记，在使用历史数据之前，一定要确定它们是真实有效的。因此，现在我在确认陈旧数据时所采取的方法更加精确，也更加令人信服，从而保证了我假设的根据尽可能地与事实相符。可能发生的情况越极端、越不常见，你的事先工作就应该做得越完备。完全正确的数据基本上是不存在的，也是不可能获得的。

我还从中获得了另外的教训：我学会了如何更多地听取我的客户的意见。当我在2002年5月重新回到股市进行投资时，没有客户持反对意见。他们出人意料地支持我的决定，将他们的资产从现金或者综合型投资组合转而全部投入股市。但是当我们将科技股清仓时，有客户强烈反对我们的决定；而当我们决定撤出股市时，那情景真可以称得上是一场战争。在这两种情况下，都有客户炒了我们的鱿鱼，我们的合约提前终止，比率由一般每年的5%上升到了10%。他们决定继续投资科技股，并留在市场中。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是在2002年5月，当我们决定重新回到股市的时候，他们连一个“不”字都没说。事实上，仍留在我公司的客户都给我们提供了更多的钱来投入股市，进行投资。现在回想起来，很明显，那时人们并没有完全丧失乐观的情绪。

当时，我们觉得我们客户群的想法，并不能代表其他投资者的想法。既然我们成功地避过了熊市中的大部分下跌造成的损失，我觉得他们应该会对我们充满信心，不再对股市有畏惧情绪。但是一个月后，随着股市的下跌，客户取消了我们的服务，我们才发现情况不妙。

结果，我们不得不在投资组合里加进多余的科技股，来衡量我们客户群的变化。我们的客户群数量是足够大的，足以代表美国的富有投资人群，因此有很好的研究意义。如果我们的客户对股市不感到担忧，那么这一实验就不会产生。现在，我们收集每天的客户要求的数量和内容，加以计算、统计，然后汇总得到不同意我的公司做法的客户数量。随着数据越来越多，方法越来越成熟，这在以后将成为一项非常好的反映投资心理的指标。

当然，我也有失误的时候。我没想到2002年7月会颁布SOX法案，这一法案对股市造成的负面影响一直持续到现在。2002年下半年，产生了“所有财务总监都是骗子”的说法，我低估了人们被这一说法影响的程度，这直接导致了SOX法案的颁布，并且好像这一法案颁布又促进了人们对这一说法的相信程度。举个例子，到7月为止，媒体上充斥着杰克·韦尔奇是个坏人、通用电气将成为下一个安然等类似的说法。如果通用电气破产，那么所有的事情都将紊乱。所有的这些都只是人们的感觉，但是我没有预料到它会产生这么大的影响——感觉将牛市或者熊市的后期走势完全扭转了，这是很难令人接受的，并且是不应该发生的。这一次，我错在回到股市的时间太早。回归太早是一个重大的决策失误，但是只要你对的时候比错的时候多，甚至即使你彻头彻尾地错了，但你能在长期的投资中征服股市，这才是游戏的精髓所在。

70%～30%定理

整个2006年，一家独立的网络股市评级预测机构，CXO咨询集团根据我在2000年《福布斯》专栏撰写的文章，将我评价为最能准确预测股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长线走势的预测家（虽然我的预测并不完美，但是我在《福布斯》专栏撰写的文章很好地代表了我的公司为客户制定的投资策略）。

你可以到www.cxoadvisory.com网站获取CXO对股市的预测分析，看看它们是如何被后来的股市表现验证。我想要说的是，他们评价我的预测最准确，对这件事其实他们没那么有把握，他们声称我有70%的时间预测都是正确的。按照他们的说法，那么我在30%的时间里预测是错误的。这已经很了不起了，70%的正确预测率是相当高的。如果你能在长线预测中保持这种正确率，你将是股市英雄，甚至有可能成为传奇英雄。这意味着不要太在意30%时间的错误预测。如果我能简单地签订一个合约，允许我在预测时70%的时间正确，30%的时间错误，那么我会毫不犹豫就签约，投入我的资金，完全按这个比例来投资。也许你仍然会在股市的赌博中犯下严重的错误，但是只要你预测正确的时间比预测错误的时间多，就比什么都重要了。

所以，你问我是不是因为2000年回到股市中太早而感到沮丧？是的。我希望能回到过去，改变回到市场中的时间。但是我不能，所以我必须向前看。可是如果让我从过早回到股市和过晚回到股市之间作出选择，无论什么时候我都会选择过早回到股市中。没人愿意错过熊市的触底反弹的时机，即使你必须得付出一些代价也是值得的。

不必担忧，股市未受影响

“是什么导致了熊市？”这个问题没有唯一的答案。也许是货币政策状况，也许是收益曲线，也许是财政盈余，也许是行业泡沫破灭，也许是产生了过度需求，也许是立法失误冲击到了物价，等等，但是绝不可能是和促成上次熊市一样的原因。接连出现的两次熊市很少是因为相同的原因而引起的，因为大多数投资者都在上次与熊市作斗争的过程中吸取了经验，准备好了应对措施。上一次的熊市是科技股泡沫破灭带来的，下一次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不会了，也许根本不是由产业崩溃导致的。

也许你认为牛市持续时间太久也会带来熊市。别忘了问题一：是否存在牛市应该持续的时间？否！对牛市来说不存在应该持续多久的问题。随着牛市的持续时间高于平均水平，持有“牛市持续时间太久因此必须结束”的观点的人数量逐渐增多。这是错误的。牛市的结束都是因为自身的原因，虽然一定会结束，但是不存在持续时间太久的问题。仅仅6年前，在1994年人们还在谈论20世纪90年代的牛市模式已经过时了。1996年首次出现了“非理性繁荣”的说法，也同样出现得太早。牛市有可能在任何时间结束。

借助投资三问来检验所有的指标和假设，找出几种你最喜欢的，看看它们以前是不是导致了熊市的出现。你会发现没有基本指标，没有科技股指标，没有任何东西能准确地预言熊市何时到来。你也不能在应该离开股市的时候，让你的感觉左右你的决定。太多的读者、投资者、客户告诉我他们有一种无法解释的奇妙感觉，预感股市会走向某个方向，这就是TGH在戏弄你。吃一片阿司匹林或者解酸剂来摆脱这种感觉，然后用投资三问来分析股市的可能走向，这才是你应当要做的。如果说过去你笃信你的“奇妙感觉”是正确的，可能只是偶然而已。同时你也有犯了事后认知偏见的错误，忘记了那些“奇妙感觉失灵”的时候。

恐怖袭击和飓风会使股市崩盘吗？

有些人会说：“但是我们现在的世界已经不同了，一次恐怖袭击就会破坏股市，对吗？”这是个很有针对性的问题。在2001年“9·11”事件发生之前，熊市和经济衰退已经进行了大概2/3，但是这一事件延缓了股市的复苏，尽管我们没有办法衡量这是不是事实。所以要提出问题一：“9·11”事件是不是对股市造成持续的、破坏性的冲击呢？见图8.6a。

“9·11”事件发生当天，美国股市关闭了，直到9月17日才恢复交易，此时华尔街的人们已经不见踪影。股市重新开盘的时候标准·普尔500指数大幅跳水，到9月21日一共下跌了11.6%。令人惊讶的是，仅仅19

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

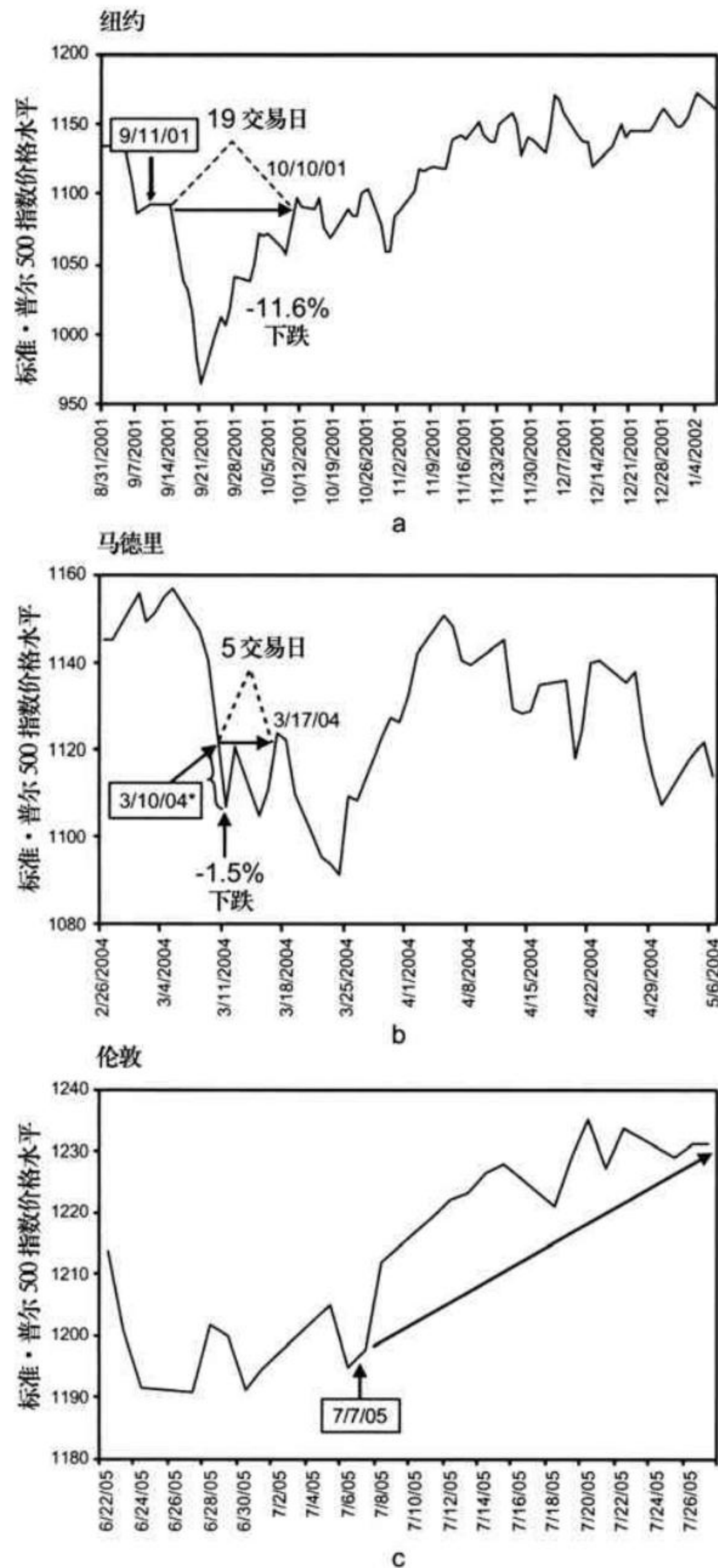


图 8.6　不必担忧：股市未受影响

数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天以后，美国的股市成交量就超过了9月10日的水平，并且在接下来的几个月里始终保持这种状况。远在恐怖袭击发生之前，全球的经济都处在衰退状态中，股市也处于熊市中。恐怖袭击使股市情况恶化了吗？也许吧！但是即使这一事件对股市造成了不良影响，也仅仅持续了19天，剩下的几个月股市大盘都走高。在这段大盘走高的时期，美国还经历着2001年秋天的炭疽恐慌。股市根本没受影响，一路走高，价格涨至高于9月10日的水平。让我们进一步研究，从全球角度出发考虑（就像以前一样），看看最近在西方国家发生的恐怖袭击对股市产生了什么影响，见图8.6b。

2004年3月10日，基地组织恐怖分子在马德里实施了一起大规模地铁爆炸袭击事件。西班牙人称之为“我们的9·11”。当天，标准·普尔500指数下跌了1.5%，5个交易日后又回复到袭击事件发生前的水平。

2005年7月7日，基地组织制造了伦敦地铁爆炸事件，见图8.6c，离我公司一些职员工作和生活的地点并不远。当时我十分担忧，直到证实他们都很安全才放下心来。但是股市对这一事件无动于衷，标准·普尔500指数仍然是正的。

此后恐怖组织将视线转向中东和非洲。接下来，在2006年8月10日，正好是我完成本书初稿以后，一组恐怖分子试图在11架飞往美国的飞机上安置液体炸弹，但是他们的计划失败，所有人都被逮捕。紧接着美国和欧洲航班的安检全面升级，导致大量航班延误。股市在接下来的两天略微下跌，但在随后的一周回升了3%。股市对恐怖分子的袭击还是无动于衷。

我不知道将来可能发生的恐怖袭击是否也能被预先阻止。到目前为止，恐怖分子还没能再次成功发动像“9·11”那样规模的恐怖袭击事件。2000年发生了USS Cole轰炸；1996年考巴塔被炸；1993年发生了对世贸双塔的首次袭击；1983年黎巴嫩对海军军营的袭击；洛克比空难；整个以色列的历史；别忘了第一次世界大战的战火是由一次恐怖事件点燃的，还有北非海盗。现在你知道我想说什么了。恐怖主义并不是新产生的，一直存在于人类的历史上，存在于人性之中。但是我们能迅速从恐怖事件的阴影中恢复元气，股市也一样。图8.7列出了近年来发生的一系列的恐怖袭击事件，以及股市从中恢复元气的时间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是如果现在发生大型的恐怖袭击事件，会使股市崩盘吗？首先，问问你自己：如果再来一次恐怖袭击的话，你还会不会觉得吃惊呢？也许你会大吃一惊，我们现在正在经历另一次美国的军事行动。

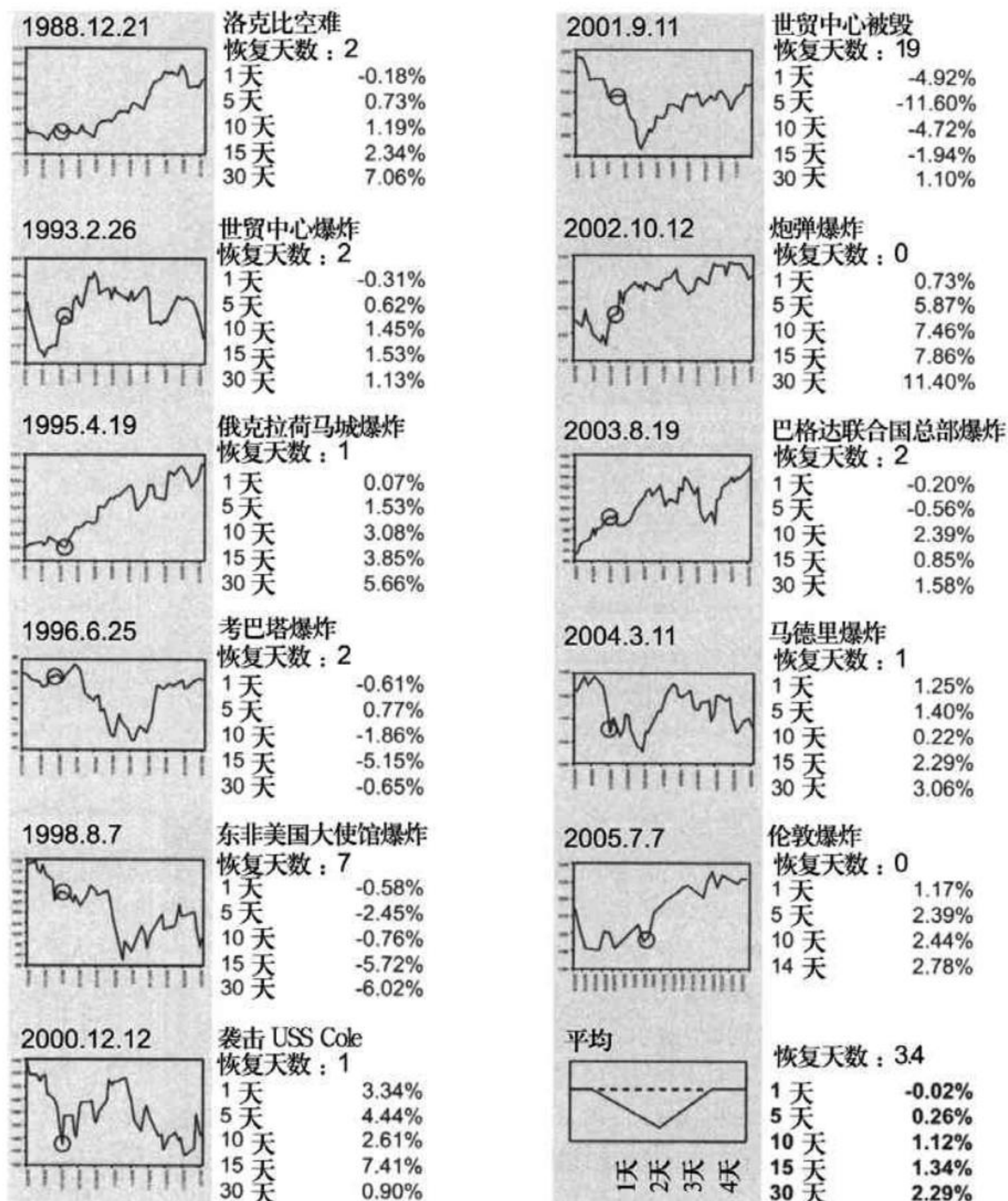


图 8.7 不必担忧：市场未受影响——从历史的角度来看
数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设你回到2001年9月10日那一天，如果有人告诉你19个仅仅带着刀子的歹徒，能完成一次预先计划好的恐怖袭击，用飞机和乘客做炸弹，你肯定以为这是布鲁斯·威利斯电影里的场景，不会在现实中发生。已经发生的事情看起来是那么地不可思议。

如今，恐怖分子的所作所为已经不会使我们震惊了。是的，恐怖事件会对股市造成负面影响，但是不管怎么说，它对股市造成的冲击比你对股市的担忧程度要小得多，因为我们在这五年里已经对恐怖事件的发生做好了充分的思想准备。

如果恐怖分子摧毁了美国一座主要城市，会发生什么呢？显然，这是非常可怕的。但是对股市造成的冲击有多大呢？还是比你想象的程度要小，并且你想象的依据一部分是来自“卡提娜”飓风袭击新奥尔良所造成的冲击。

新奥尔良及其海湾地区的一部分建筑被两次飓风——飓风“卡提娜”和飓风“丽塔”袭击夷平。建在海湾地区的大多数墨西哥石油精炼厂都被迫关闭，在德克萨斯州、路易斯安那州和密西西比州有成千上万无家可归的人。商业停滞不前，职员失业。但是股市的走势丝毫不为这些情况所动。2005年8月29日，“卡提娜”飓风袭击路易斯安那州，但股市大盘上涨了0.6%。同时，2005年第四季度的GDP增长了1.8%，标准·普尔500指数上升了2.1%。股市的表现没有使你的股票变得一文不值，许多自命博学的人预言的经济和股市的困境并没有出现。换个角度来看，全球股市在2005年第四季度上涨了3.1%，所以美国的股市即使在“卡提娜”飓风袭击发生过后，也没有落后全球股市太远。从9月到12月，股市都处于净增长的状态，在2006年的头几个星期上涨得更多。当然，如果没有“卡提娜”飓风事件股市也许会上涨得更多，但是谁能证明呢？

难道因为商业停滞不前和海湾提炼厂的关闭，GDP就不应该受到严重影响吗？这是一个可以深入研究的绝佳的问题二。（当你牢记了投资三问之后，你感到借助它们来思考问题是多么自然了吗？）让我们重新思考一下这个问题：为什么在这样的自然灾难之后，GDP和股市的投资回报率仍然很健康呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设在这两场飓风之后，路易斯安那州的每一个人都突然失业了。路易斯安那州一共有4500万居民，但该州的单位资本收入在历史上一般只有美国平均水平的3/4，所以我们把路易斯安那州的人口总数按单位资本收入等同于3000万美国人。如果由于飓风袭击，每个人都失业了，对美国的经济不再做出贡献，那么GDP的增长率会减少大概1%。一年过后，GDP的增长率就由可能的4%下降到3%，然后继续正常发展。这是可能发生的最糟糕的情况。我并不是说路易斯安那人不勤劳，但是他们确实对美国整体的经济增长影响比较小，你不应该感到意外。相对于美国整个国家，路易斯安那州太小了，不会对美国的GDP增长产生太大影响；并且美国的GDP只占全球GDP的38%，所以对全球经济增长产生的影响更小。

没有任何一件事能够预示熊市会到来

我们也可以很方便地借鉴历史经验。当“卡提娜”飓风事件发生的时候，我做的第一件事是做好历史记录，提醒自己时刻记住曾破坏我的家乡的自然灾难。1906年4月18日，旧金山火山喷发，并伴随着地震，整个城市几乎全被摧毁。费舍爷爷（参见第五章）不得不把和我奶奶的婚礼推迟。他和他的家庭与大多数旧金山市民一样，住在金门公园的帐篷里。许多人在这起事件中受伤，我祖父投入了到照顾受伤者的工作中。但是股市不为所动。4月份美国股市只下跌了一点点，但是在5月和6月又再度上涨，在那一年中再也没有大幅度下跌。而股市的重大动荡出现在第二年，1907年股市下跌了49%，达到历史的最低点。1906年旧金山在美国扮演的角色要比2005年的新奥尔良重要得多。1906年旧金山被毁并没有导致股市崩盘，这是历史提供给我们的一个绝佳的例子，提醒你不必太担心“卡提娜”飓风。同时也不必太担心恐怖分子，即使他们——上帝保佑不会发生——成功地给美国一座城市带来一场浩劫，股市也不会崩盘的。

借助投资三问和这种思考方法，你可以忽视其他人误认为会使股市下跌的事件，比如“非典”的爆发、禽流感的爆发、埃博拉病毒、炭疽、水痘或者JuJu蜜蜂（最后一个只是开开玩笑，看看你是否还清醒）。“非典”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然是2003年的一个重大事件，但是在2005年、2006年已经基本被人们遗忘。与此类似，人们现在极为关注禽流感的疫情。禽流感会全球爆发吗？我猜想会。但是在禽流感过去之后，仍然会发生其他的引起人们惊慌的事件。究竟政治事件、自然灾害、健康危机等等我们担忧、感到苦恼的事件会不会影响股市走向，你可以借助投资三问来检验。你会发现没有任何一件事能够预示熊市会到来。

现在你已经有了投资三问做工具，可以用它们来辨别股市可能的走向，并能够了解真正的熊市具有（或没有）怎样的特征。你已经做好了准备，做好不再被TGH戏弄的准备，做好征服股市的准备，做好建立一个将在你的整个投资生涯中起作用的投资策略的准备。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第九章

9 优化投资组合，获取更多回报



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坚持你的策略，不被别人的意见左右

在这一章中，我将为你提供关于管理投资组合、挑选股票和避免投资错误等方面的一些建议，而不再介绍如何利用投资三问来洞察其他人忽略的因素。到现在为止，你应该看到投资三问所起到的作用，我已经把我这几年通过这三问学到的投资经验通过例子阐明了，从而帮助你建立利用投资三问来看待世界的视角。我希望你能在投资的一开始就能看到别人忽略的因素，我希望你能看到我看不到的因素。

但是我们的工作还没完。在第三章我曾经提到过，要确保合理地利用投资三问、确保你迟钝的大脑始终保持清醒、避免被 TGH 戏弄，就必须有一套完整的策略来支持自己作出决定。

投资手法≠投资策略

许多投资者误以为自己掌握了投资策略，实际上他们是把投资手法和投资策略相混淆了。举个例子，有些投资者希望股市回报收取的佣金尽量低，所以他们的“策略”是购买非溢价共同基金。这是一种手段，不是策略。如果按这种方式进行投资，10年以后，你不需要付任何佣金，但是你的回报也不会丰厚。一项正确完整的策略应包括挑选基金，为什么要挑选该基金，以及怎样改变它们。

另外一个错误的投资手段是静态资金分布。静态资金分布是严格的项目组合，股票、基金、现金所占的百分比都是固定的。经纪人和媒体几十年来一直在倡导静态投资组合，但是当机会来临时，静态投资组合却会妨碍你利用投资三问抓住机会。

投资者还会运用止损、定期定额成本、认购和认沽期权、备兑认购、在这里屯进短仓在那里采取双长仓等手段，他们相信这些都是有效的策略，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但却没意识到它们都只能被称为投资手法。有些效果显著，有些则可能带来损失，但都属于投资手法。一系列看起来很有道理、实际上没有用处的手法，永远也称不上投资策略。在一段时期，运用相应的合适的投资手法并没有错，但是它与投资策略的差别，就像在建一座大厦时，锤子和建筑蓝图所起作用的差别一样。进一步说，如果你看不到别人忽略的东西，那么使用投资手法还有何意义？使用投资三问洞察别人忽略的因素会使你处境更好，运用投资三问向前走，不要因为可笑的投资手法而丧失机遇。

流行的但却是有问题的

许多流行的投资手法都很有问题，并且越流行，人们为之付出的代价就越大，因为它们误导了我们的头脑，使我们觉得我们所想的和所做的就是对的，并且通常我们不知道该如何摆脱它们的影响。第一问和第三问能在这方面帮助你，因为你可以借助问题一和问题三衡量它们是否起作用，并检查你的大脑是否被蒙蔽。下面举两个例子说明。

止损？应该说是停止收益

“止损”这一投资手法，仅仅从字面上看就已经非常有诱惑力了，所以你知道为什么这个方法如此流行。止损意味着设定任意的下跌数量百分比（或美元数）。当股票下跌到这个水平线时，你就知道这次投资失败了，将股票出售，买进另一些有可能收益更好的股票。举个例子，如果你的止损比率设定在15%，不会发生大崩盘，不会发生安然那样的暴跌，听起来不错。如果不是15%，你可以设一个任意值，比如10%、20%、12.725%等等，随便多少！由你自己决定。

但是止损通常不会起到投资者所希望起到的效果。平均来说，止损是造成损失的。止损看起来很好，实际上很糟。为什么？因为股票之间并不存在连续相关性。

统计学家认为股票是连续相关的，即当股票沿任意方向波动时，究其本身而言，继续沿该方向变动或向相反方向变动的几率是相等的，各占

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%。有大量根据实际数据进行的学术研究证明，股票价格波动本身与未来的股票走势毫无关联。下跌到任何一个数值，不能说明未来股票将要怎样波动，什么也不能说明。

如果股票是连续相关的，那么你只要简单地购买正在上涨的股票，不要购买正在下跌的股票就行了，遵循现在的投资者信奉的优胜劣汰法则。如果在长线中股票是连续相关的，当前的投资者会获得显著的、高于历史平均水平的丰厚回报。但是事实不是这样的。

如果我尽了最大努力也没能使你灰心，你仍然坚定不移地要采用止损这一方法，那么究竟该选择多高的水平线呢？人们喜欢取整数，比如10%、20%等，并且运用止损这一方法的人一般不会将止损水平线定得高于30%。当股票下跌了一定幅度，到达了你的止损线，你的交易获利水平基本上就以硬币来度量了。

假如你将一支股票的止损线设为20%，这支股票下跌了22%，然后又回升了50%，这种情况下怎么办呢？你承担了20%的损失，支付了交易费，还要选择一支新股来代替旧股。但你能保证你新买的股票会只涨不跌吗？历史数据表明，没有任何止损线（10%、20%、30%、53%等）能增加人们的股票收益。

再举一个例子。艾米以50美元的价格买进一支股票，然后它上涨到了100美元；苏接着以100美元买进，该股票下跌到80美元，从顶点下跌了20%。她们两人都应该在股价上涨或下跌到80美元的时候出售股票吗？还是只有苏应该出售股票，因为她的支付成本高？因为过去的价格变化不能反映未来的股票走势，所以这个问题没有正确答案。

定期定额成本：更高的费用，更低的回报

大多数投资者都能接受定期定额成本（DCA）这一概念，它是一种有效的减少风险、提高收益的投资策略。如果你能把它加进你的401（k）计划或者其他的退休金储蓄计划中，那么你就增加了平均的美元成本。

把它加入你的退休金储蓄计划是完全理性的。首先，全基金401(k)s、403(b)s或其他的计划，不能马上给投资者提供足够的支付薪金，这些计划更倾向于按每个月或其他时间间隔来支付薪金。其次，许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司将个人贡献与退休金储蓄计划挂钩，相当于无风险地使你的账户升值。

当股市回报率较高的时候，媒体很少提及DCA。在股市大涨的时候，只有经纪人才称赞DCA可能为人们带来利润。DCA是送给经纪人的恩惠。为什么？在经纪业，相比于大宗交易，小笔交易收取的佣金更高。当你把资金分散投资的时候，你为投资支付的总佣金数会增加得很快，并且全都付给了经纪人。经纪人告诉你这都是因为他们要承担管理的风险太大，消费者很难看清真相。

但是，数据表明DCA会增加投资组合的风险。巴佛洛大学的迈克尔·洛兹夫教授曾对过去10年的投资组合做了系统研究，对DCA和一揽子购买投资进行了对比。

洛兹夫把标准·普尔500指数看做是投资选择，对1926～1990年每年12个月中的单独一揽子购买和平均购买水平做了对比。研究结果非常有意义：在2/3的这些年份中，一揽子方法都比DCA盈利更多，回报率波动更小。更重要的是，对于整个时间跨度，一揽子购买方法的年平均收益率要比DCA高1.1%。对于小股票构成的投资组合，一揽子购买方法的优势更明显，年平均回报率比DCA高3.9%！

我也曾进行了独立研究，得到了类似结果。一揽子购买投资确实在平均回报率上要高于DCA，因为股市未来的走势更多的还是上涨。虽然股市不总是上涨，但是已经足够证明DCA不是一个有效的策略。

证明DCA不是很好的策略并不需要通过大量的数学计算和分析，并且结论中还会存在矛盾。人们认为DCA减少了风险，所以他们觉得采用DCA策略是个聪明的选择。但实际上，DCA增加了风险，并且减少了未来的回报。不论在长线中错过的回报有多少，大多数投资者感觉放弃利润要比遭受损失好得多。

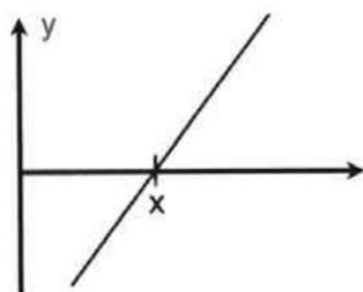
简单总结一下：DCA策略不是很有效，只是使你的经纪人从中赚取更多的佣金。没有DCA策略，你的投资情况可能会更好，即使你的感觉是错的。这里你的感觉又一次成为你的敌人，感觉总是在作祟，所以即使在你自以为打败了股市的时候，股市也能利用你的感觉对付你。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

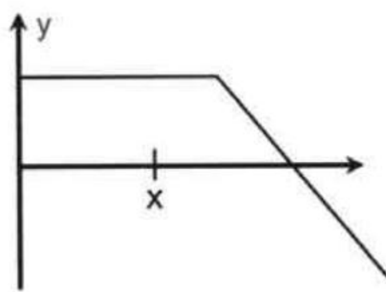
备兑认购权证=无担保出售权证

备兑认购权证，是将长期股票价格水平和书面权证相结合的投资方式。投资者因为两个原因喜欢这种投资方式：他们可以立即获得收入（从立下权证的期费中获取）；因为风险有限，他们认为这种投资方式是很安全的。

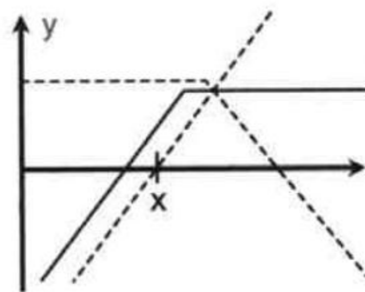
备兑认购权证究竟是什么？根据下面的三个图a、b、c通过画出约定日期的潜在交易情况，能很好地解释这一概念。和所有的权证一样，可能的利润和损失都是已知的。x轴代表约定日期的股票价格，y轴代表在这个价格下的利润或者损失，X代表期权价格的均衡位。



图a　一支股票S，其价格和价值是相同的。S的潜在收益是无限的，潜在损失与购买价格相等。



图b　写下权证，收益就要受得到的期费金额的限制，如果股价上升，潜在损失是无限的。



图c　将S和立下的权证相结合，当S的价值大于X时，收益变成固定的正值，如果S的价格跌至0，这个结合还是有潜在损失风险的。

所以备兑认购权证实际上是为指定的股票价格支付确定数量的钱（因此限制了股票可能的上涨幅度），但是仍然要冒股价下跌的风险，这样利润就只是收到的期费。

现在备兑认购权证听起来不再那么吸引人了。事实上，它和无担保出售的支付情况是相同的！它们之间没有差别。金融理论告诉我们，两种有着同样支付手段的证券，实际上是同一种证券，从备兑认购权证和无担保出售权证反映的两种证券的交易情况可以看出这一点，见图d、图e。

备兑认购权证看起来很安全，也仅仅是看起来而已。因为无担保出售权证和备兑认购权证是相同的，它们应该被同等对待。在标准的金融理论中，投资者是理性的，不会被投资项目的形态、结构迷惑，但是实际上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

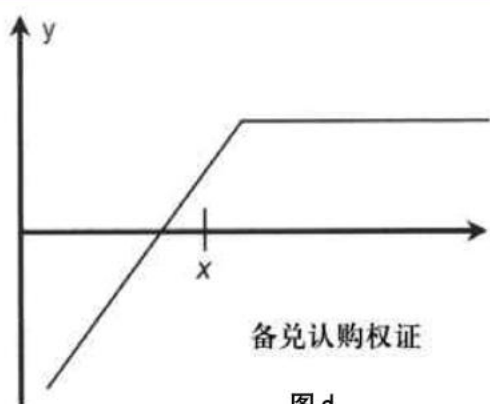


图 d

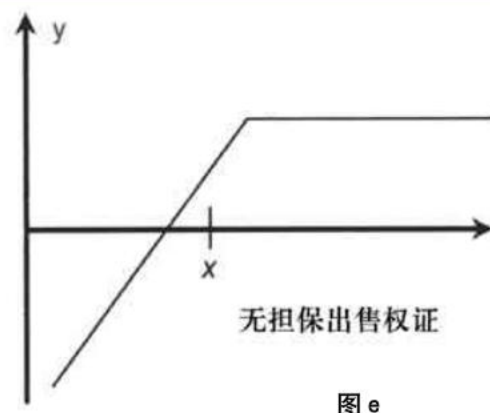


图 e

人们盲目地进行备兑认购，因为他们觉得这样做很安全，而从来不去考虑使用无担保出售权证，因为对他们来说，好像无担保出售充满了风险，被项目的结构愚弄了。

所以，下次再有人希望你投资备兑认购权证时，你应该告诉他出售一个无担保出售权证：这两者是完全相同的。

投资策略能指导你作出正确的投资选择，当你在投资的路上走错了方向时，它能使你重回正轨。投资是不能凭直觉的，依靠直觉是许多人投资失败的原因。通常正确的状况带给你的感觉是它是错误的，而错误的状况带给你的感觉则是它是正确的。这就是你需要借助投资三问的原因，让你的大脑时刻保持在正常的状态。

在你采用投资策略之前，先确定几条基本原则，明确你要实现的目标是什么。随便问一些人他们的投资目标是什么，你将得到许多不同的答案。想想你自己的投资目标，你能用4个词描述它吗？如果这个目标需要10页纸的内容表达，还要辅以图片说明，那么你是被金融售货员“骗了”，他希望你的目标是独一无二的，和另外成千上万的人的目标不同：需要很多华而不实的金融产品辅助的目标。

投资策略应该是很直观的。如果你在和一个证券经纪人或者金融策划者交谈，他们可能会问你对风险的容忍程度有多深。大多数投资者不知道自己对风险的容忍程度有多大，也没有实践过。他们认为对风险容忍程度在牛市之后是一件事，而在熊市过后则是完全不同的另一件事。调查者也许会让你填一系列问卷，来判定你是什么类型的投资者，你是“增长型”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者，还是"大涨型"投资者？也许他们让你从一些彩色图片中选取几张，或者在1～7分（或者1～10分、1～37分）的范围内给自己打分。

这些所谓的风险评价没有任何意义，根本不能反映现实。所谓的"风险容忍"，是随不同的人面对不同的状况而不断变化的。同样的人，1999年填表时称自己对高风险是能够容忍的，每年都试图获取20%的回报；而在2002年、2003年填表时则称自己不愿冒太大的风险，只想获取比较低的、但是绝对安全的回报。实际情况比这还要复杂。大多数人就是不能正确评价自己的风险容忍程度，另外一些人从来没有认真考虑过这个问题，在事情重复多次发生在自己身上以后，反而对自己的感觉清楚了。

我曾经见过少数能很好地评价他们的风险容忍程度的投资者，他们在正确的时间有正确的感觉。他们近来读到的听到的消息、发生在他们身上的事、与他们聊天的人和他们对问卷问题的回答，都影响着他们的风险容忍程度。他们与配偶或者子女一起填问卷和他们一个人填问卷时所给出的答案是不同的。当一个男人独自一人观看海盗电影的时候，很容易产生去过冒险的海盗生活的念头，而和他的妻子一起观看则不容易产生这类念头。通常，你询问一个人他的风险容忍程度有多大时，他会说他能承担很大的风险。稍后你见到他的妻子时，让她形容一下她丈夫的风险容忍程度，她会哑然失笑的，并保证说她丈夫根本做不到。丈夫错了吗？妻子错了吗？每个人都错了，因为他们以为风险只有单一的形式，实际上不是。

正如梅尔·斯戴特曼和我在一篇名为《对波动发生时的乐观情绪的困惑：证券投资组合和食品组合》的学术文章中指出的，风险是多样化的。他们没有意识到为什么自己感觉不到已经得到了自己想要得到的东西，投资者的大脑就是考虑不到这一点，他们的大脑总是在注意得不到的东西，对你来说，这种思维方式就存在着风险。

这里我不打算修订我在那篇文章中陈述的观点，当然，投资者不只是想获得回报，他们想始终和道·琼斯指数保持步调一致，尽力避免由于机会成本过高而带来的损失。这正是下面的现象产生的原因：如果一个投资者预期他一年的投资回报率是10%，而股市上涨了35%，他自己的股票只上涨了20%，他就会感到焦虑。这就存在风险。投资者同样害怕波动性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把它也看成是风险。确实如此。但波动性只是诸多风险之一，只不过比其他风险带给人们的担忧更强烈而已。当然，投资者希望价格上涨。不同的投资者对价格的要求不同，但是，当价格和他们的预期的水平不一致时，他们就觉得出现风险了。他们想实现一揽子交易。一揽子交易包含所有种类的风险，但是因为项目结构容易理解、操作方便、能带给投资者一定程度的信心（预示着较为安全、风险较小），使得投资者倾向于进行这种交易类型。投资者想要体面地交易。体面意味着很多，包括拥有品牌（因其独一无二而产生吸引力）、交易安全的感觉、感觉到的风险较低、能使投资者产生社会等级高于其他人的感觉。换一个角度来考虑，就是“炫耀的权利”，即“我得到了Google首次公开招股权，而你没有”。但是如果你将“体面”拿走了，对他们来说，好像风险一下子就产生了。

其次，投资者习惯遵从次序优先权。很少有人能正确理解次序优先权有多么重要，你可以简单地从两个方面来看待它。其一是为什么人们在早晨要吃早餐，晚上要吃晚餐，为什么不把这两顿饭对调一下位置？即使食物包含的营养相同，就算没有别人在看着，人们仍然会遵循既定的顺序进餐。其二是人们不肯用自己的食物做实验。为什么不试着在咖啡里加入沙拉，或者将冰激凌放进沙拉里，甚至放进你的牛排里，来品尝一下这种混合食品的味道呢?也许味道会更好，但是你不会去尝试，因为它改变了次序优先权。如果你在公共饭店试着这么做的话，和你同去的人是不会和你一起用餐的，他们会认为你疯了。

我要表达的意思是，在任何时候你注意到的风险都是与你得不到的东西相联系的。极少有人能知道在未来如果遇到风险，自己的感觉将是怎样的。但是我猜测——只是猜测——只有不到5%的人能了解自己的风险容忍程度，我很高兴自己是另外的95%中的一员，并且我打赌你也是另外的95%中的一员。

另外，我再提醒你注意前面所说的调查问卷和“投资者类型”，以及并不是为你设计的彩色图片和表格。对于图片和表格的售卖者来说，“风险容忍”意味着：“第一，这个人喜欢买什么?第二，当他下次与我联系的时候我该如何从他身上获取我的工资提成？”这是售卖技巧，在某种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程度上也是合法的防御性手段。一旦他们知道了你属于哪一种类型的投资者，他们不仅知道了可以卖给你什么，而且在“了解客户原则”的前提下，万一日后你起诉他们，他们也知道应该如何为自己辩护。

增长和收入可以兼得吗?

毫无疑问，你是独一无二的。但是，你的独一无二可能和其他所有人一样，你在统计上并不是唯一的。从统计角度来看，独一无二意味着在某些特质方面，必须远离贝尔曲线结束的地方。如果你真的是独一无二的，从技术角度来说你就是个怪人。唯一意味着古怪。许多人喜欢说自己是独一无二的，但是他们不愿把自己看做怪人。你也许和另外98%的人有着非常相似的投资目标。

你的投资目标对你来说是独一无二的，但是几乎可以肯定的是，你的目标和大多人极其相似。认定自己是独一无二的人，通常被定义为自我陶醉者。自我陶醉者经常认为自己是独一无二的，但事实上不是。这只是一种认知错误。除非你是个怪人，否则你就不是唯一的。人们的真正的和普遍的投资目标是相当直观的，你不需要依靠问卷或者图片来找出它们。下面我和你一起揭开它们的真面目。

终极价值最大化

你可能在想方设法使自己的投资组合升值，从而为退休后提供生活来源，在现在或将来购买一些东西（第一套或者第二套房子，也许是一艘游艇），也可能把遗产留给你爱的人或者捐给慈善机构。你可能认为这样的目标是“增长的”。但是“终极价值最大化”并不一定能增加你的财富，也许每年你花费的金钱超过你投资带来的收益，使你口袋里的金钱变少，但是你仍然需要将自己的财产保留得更为长久。

例如，你向一个普通人询问他的资产主要用在什么地方，你得到的回答一定是在余下的人生里用于支付自己和伴侣的生活费用。这可能意味着他们总资产的增长，或者只是暂时将资产分开，以使用得更长久。但是这可能是世界各地的投资者中最常见的资产使用方式了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流

许多投资者表示，他们的资产是用来支付生活费用的。他们希望目前或者将来能获得一定数量的现金流。在极端情况下，如果长辈去世了留下一大笔遗产，有些人会非常高兴，他们不用了解什么是投资，也不需要学习任何资产投资的知识。

当然，遗产继承者并不真的关心“收入”问题，因为这一概念是从专业层面定义的。他需要的是可以预计的、有保证的现金流。在实际情况下，把税费和风险计算在内之后，金融理论清楚地表明我们不能获得优先级的现金流。比如，在税后，我们不应该去管现金流是否来自股息分红（可能存在风险，也可能没有）还是资本收益（可能存在风险，也可能没有）。在总回报产生的过程中，收入要么高于资本收益，要么低于资本收益。我们应该关心的是把税费和风险计算在内的总回报，至于现金流是怎么来的倒不是很重要。

终极价值或者现金流，一般来说，投资者都是以二者之一为投资目的的，或者以某种方式把二者结合起来。举个例子，一位50岁的投资者也许觉得他的资产主要用于在余下的人生中他自己和其配偶的生活来源，但是他们还要将资产的一部分留给子女，一部分捐赠给慈善机构。他们希望在自己的生命结束前，通过自己资产的终极价值最大化，实现由此产生的成就感的最大化。

资本保存和增长不能同时获得

对投资者来说，可能存在第三种投资目标：资本保存。真正的资本保存意味着不承担任何风险，而将资本的价值完整地保存。投资者经常宣称他们希望能够实现资本保存的目的，但实际上这是不可能的。作为长期目标的一种，资本保存没有任何意义。在长线中，只有当你的收益大大高于你实际需要的资本总额时，资本保存才有意义。因为这时，你没有更多的欲求，你的主要目标是将会导致你忧虑或者恐慌的因素的影响降至最低。

在短线中，如果你很年轻，正在为接下来6个月的房屋贷款存钱，那么资本保存是有意义的。资本保存是和增长完全相反的两个概念。你经常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听到投资者说渴望“同时获得资本保存和增长”，你当然也应该听到公司提出过这种观点。大多数渴望达到这种目的的投资者同样希望不担风险就在市场里分一杯羹。我也想达到这种目的，但是我知道这是不可能的。不要听信任何这样的言论，那是永远都不可能实现的。

为什么增长和资本保存永远不可能同时出现呢？为了获得增长，你必须承担风险。资本保存是风险缺失的，将它与风险相结合就意味着无风险的回报，这是不可能的。如果你的目标是增长，那么20年后你的账户可以翻两番或者翻三番，你有效地使你的账户增长，并且保存了你最初的资金。当然，在这20年里，你的账户会随着股市波动，但只要你的账户获得了增长，这些波动和其他风险都可以忽略不计。你有充足的时间，最后你会获得你的股权回报。但是如果你的目标是资本保存，20年后你的资金总数不会变化。

如果金融人士告诉你你可以“同时获得增长和资本保存”，记住他们要么不懂他们从事的工作，要么就是在欺骗你——这两种情况都是很危险的。谁都想保存自己的固有资产，同时还能使资产增值，事实上这是不可能的。

大多数投资者都希望实现一定程度的资产增值，不然他们就不会投资股票、债券或者其他带有风险的项目。如果你的目标是在任何时期都绝不损失一个硬币（这是真正意义上的资本保存），你应该把用来购买本书的钱存起来，然后把它们藏在床垫下面。当然，即使你的目标是避免货币损失，在床垫下藏钱也不是最好的选择，因为存在通货膨胀的长期效应，你的钱会贬值。通货膨胀风险是那些希望获得资本保存的人所能承担的最小的风险。如果通货膨胀严重，你是不可能无风险地保住资本价值的，就算有可能，但是要避开所有的风险也是非常困难的。

发生在富人身上的情况

想想发生在那些富有的人身上的这种情况。从1982年开始，每年的秋季《福布斯》杂志都会列出400位最富有的美国人的名单——福布斯400富豪榜。这些年来，榜上的富豪名单有了很大变化，想要始终留在榜单上并不容易。上榜的富豪会由于遭遇突如其来的厄运使其名字从榜上消失。排在最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后面的50个名字总在变化。2005年发布的《福布斯》400富豪榜上资产最少的人大约拥有9亿美元，差不多有17个人一直停留在这个水平。但在1982年，在我开始为《福布斯》专栏撰稿两年以前，《福布斯》400富豪榜上的第400名富豪，拥有资产7500万美元。这些1982年的富翁如果想在接下来的23年中留在榜单上，他们的净资产每年至少需要增长11.5%（税后）。这是很难实现的。为了留在福布斯富豪榜上，这些人每年税后的资产增长率至少得和标准·普尔500指数的增长率持平，而你知道没几个人能做到这点。1982年上榜的人，现在大概只有10%还留在榜上。这和很少有职业投资者击败股市的道理是一致的。当然，有些人下榜是因为他们去世了，但是更多的名字从榜上消失的人是因为他们不能保持和周围人同样的资产增长率。

把现金流作为目标如何呢？因为公司为人们提供的养老金数额在这些年中减少了许多，许多投资者必须通过储蓄或者通过401（k）以及其他途径提供退休后的生活来源。但是你究竟要从你的资产中拿出多少作为现金储备，才能不必冒着85岁还回去工作的风险呢？一个不完备的、粗略的估计是大概占你投资组合的4%或者略少于4%。这只是个笼统的估算。如果你距离退休不远，你可以消费大方些，如果你离退休还有很长时间，就要减少消费了。

你有没有考虑过可能需要多于你资产4%的现金流？随着这个百分比的上升，你的钱被花光的可能性就越大。如果你没有继承人，或者你的孩子们在你去欧洲旅行时，扔掉了你心爱的酒桶，你仍没有原谅他们，那么你就不必那么担心你的钱快被耗尽了。

投资组合的四个定理

下面我向你介绍四个对你的投资有帮助的定理，这四个定理是我在管理投资组合中，每天都要回顾和用到的。

定理一：选择合适的基准指数。

定理二：分析基准指数构成成分，确定预期风险和回报。

定理三：混合不相关或反向相关的证券，在达到预期回报的同时降

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低风险。

定理四：永远记住你可能出错，不要死守前三条定理不放。

下面让我们来仔细研究这四条定理。

定理一：选择合适的基准点

现在你已经知道基准指数对于成功的投资是至关重要的，也知道基准指数应该是什么样子的（经过精确构建）、不应该是什么样子的（像道·琼斯指数那样以价格为权重）。非常重要的一点是，你选择的基准指数一定要适合你的投资心理。你选择的基准指数反映了你对波动性承受的心理底线，确定你的预期投资回报，甚至在某种程度上决定你的投资组合的最终结果。它是你的投资地图，除非有些事情发生了根本性的巨变，使得你投资的目的受到了影响，否则你不能随意改变基准指数。所以能否选择好、选择对基准指数对你来说是至关重要的。

你的基准指数可以全以股票为参照，也可以全以固定收入为参照，或者将两者混合作为基准指数。选择什么类型的基准指数由以上四个定理决定，并且只由以上四个定理决定。说得明白一点，你能否选择一个合适的基准指数由以下四个因素决定：

1.你的投资时间跨度。

2.你的现金流。

3.你的预期回报。

4.你的个人特质。

第一个决定因素——投资时间跨度

你的投资时间跨度也许和你的寿命一样长，甚至比你的寿命长。除非你讨厌你的伴侣，否则你应该把她的寿命长度也计算到你的投资时间跨度中。这有可能使你的投资时间跨度变长，因为你的伴侣可能活得比你更久。如果你很爱你的孩子们，想在自己死后给他们留下点什么的话，也同样会增加你的投资时间跨度。简单来说，你的投资时间跨度就是你希望自己的资产能留存的时间。它并不是只持续到你退休为止，太多的投资者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

误解了投资时间跨度这个概念，他们没有借助问题一和问题二的帮助，从而没能正确理解这个概念。而金融产业甚至提倡促进这种错误的观念，比如出售不合适但是看起来还不错的产品。

我已经记不清我有多少次听到有人说："我马上要退休了，所以我必须选择保守的投资策略，不能冒险了。"许多人都持有这样的观点，但他们一般都是错的。假设你是一个65岁的老人，你的妻子60岁，她很有可能活到90岁。那么，你的投资时间跨度就是30年，覆盖了她整个人生的1/3，所以你最好适当承担一点风险，建立一个以股票为参照的基准点，否则她有可能在年纪更大些时遭遇贫困。

也许你设定了一个很合理的日期，在那时你开始靠自己的积蓄生活。但是你的钱在你的整个人生里甚至在你死后也要继续发挥作用，否则你或者你的妻子和孩子就要受苦了。这整段时期就是你的投资时间跨度。

也许因为某种原因，你的投资时间跨度会缩短：可能你32岁了，需要用钱来还清你购买第一套房子时从银行拿的3年贷款。但是大多情况下，投资者都倾向于大大低估自己的投资时间跨度。我的父亲去世时96岁，我的母亲活到了87岁，在他们快去世的时候，我照顾着他们两人，所以对我来说很容易就想到要构建相当长的投资时间跨度。

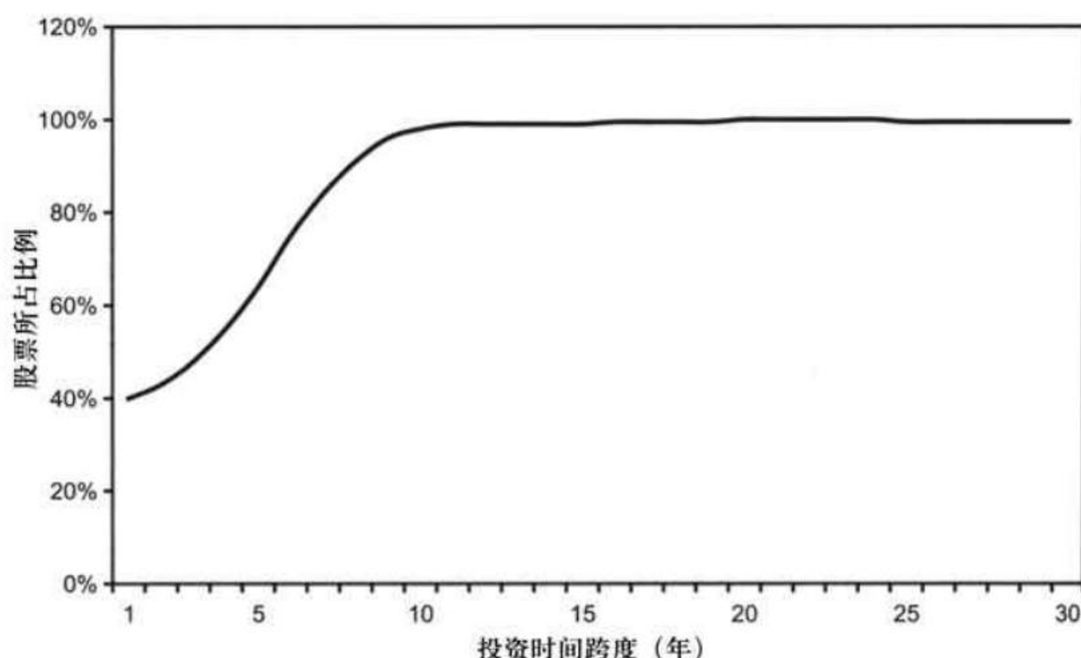


图 9.1　基准指数和投资时间跨度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图9.1能帮助你考虑一下你的投资时间跨度和基准点有什么联系。你的投资时间跨度越长，你的基准指数就应该包括越多的股份。

如果你的投资时间跨度超过15年，那么也许全由股票构成的基准指数是最适合你的。在长线中，股票是变现最方便的资产种类，它的表现比债券好得多。从1926年开始，曾经出现过66次投资时间跨度超过15年以上的时期，其中有61次（占92%）股票的回报率胜过了债券的回报率，其平均回报率为481%，债券的平均回报率为150%，两者的比例约为3.2：1；而债券5次压倒股票的时候，两者的平均回报率之比为2.3：1。

当你的投资时间跨度为20年（或者更长，你也许会这么做），如果你的基准指数全是由股票构成的，情况将表现得更为明显，你得到的回报将更多。自1926年以来的61次投资时间跨度为20年的时期，有60次股票的表现好于债券，回报率更高，平均为929%，债券的平均回报率是240%。在第一次债券压过股票的20年时期（从1929年1月1日到1948年12月31日），债券的平均回报率达115%，股票的平均回报率是84%。这次的时间跨度包括了全球的经济大萧条、第二次世界大战、美国证券交易委员会的成立、深蓝的出现等重大事件。这些不常见的重大事件，使得这20年中债券的表现好于股票，也许你并没有赚到很多钱。

也许你觉得我在大打股票牌，的确是，我是股票的忠实拥护者，因为股票的长期投资回报太丰厚了。

第二个决定因素：现金流

如果第一个决定因素不再适用，这时就要依靠第二个决定因素——现金流。如果你每年希望从资产得到的回报率为3%或者略少于3%，你就不需要混合基准指数，全股份基准指数似乎是最佳选择。全股份的基准指数能为你提供根据通货膨胀率进行调整过的现金流，并且随着时间的流逝继续增值。假设你希望每年获得4%的回报率（甚至更多），但是在你的投资时间跨度里，你关注更多的是如何获得资产的大量增长。如果这样，你也应该选择全股份的基准指数。

假设你现在已经临近退休了，或者计划根据某种原因从投资组合中赚取利润。通过各种方式你一共节省了100万美元。你希望每年拿到4万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元来支付生活费用。假定你不在乎要留些什么给孩子们，你什么都不在乎，我们称你为“冷血的堕落者”。你最关心的是每年自己能拿到4万美元，当然要按照通货膨胀率进行相应折算。然后，你把固定收入的一部分作为基准指数——也许是类似70%股票和30%固定收入的混合基准指数。

一般而言，因为著名的“吝啬因数”的关系，我不太喜欢这种混合型的分配方案。在我为投资者提供帮助的年月里，我见到过非常吝啬的人。我发现他们中的许多人因为自己曾经是“冷血的堕落者”而后悔，心肠变软了，最后希望自己能有更多的财产剩下。如果他们能早点设定一个更长的投资时间跨度，他们的愿望就能实现。

即使对于混合型基准指数而言，也会有需要你将现金比例提高到100%、暂时转入完全防御性策略的时候。你的基准指数是你的投资地图，但是你没必要始终都带着它。在严重的熊市中，即使你严格构建了你的资金分配组合，你也会赔钱。有时你需要采取暂时的迂回策略。

另外一个导致投资者在临近退休时感到恐慌，并且把他们辛苦赚来的资产换成债券和高分红股票的原因，是他们觉得自己需要一些息票支付和红利来作为收入。他们相信如果自己能有一份比例合适的体面收入，就可以坐收渔利，等待投资组合为自己以后的退休生活提供资金。就像上文提到的，这一观点将收入和现金流混淆了。

使用问题一你就会发现这个观点的错误所在了。由债券和高分红股票组成的投资组合，可以为你提供退休资金吗？也许吧！也许你有1000万美元，每年只要用5万美元；也许你不需要依靠资产增长，因此你的收入始终是根据通货膨胀率调整后的数额；也许在再投资所伴随的风险中，你的资产是否会消失，或者高分红股票价值是否上涨，都没有太大关系。

把息票支付和红利当做在投资组合中获取收入的“安全”方式是不对的。但是用什么方式获取现金呢？

下面我为你介绍一种有效的方法：本地分红。举例来说，假设你有100万美元的投资组合，你希望每年拿到4万美元，那么每个月可以获得3333美元。不管什么时候，你都应该保证投资组合中有两倍于此的现金，所以你不必每个月都忙着出售自己的股票。但是你要始终保证能有一到两个月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资金分配空余。你可以出售股票来减免税费，实现对收益的补偿，还可以削减占资金比例过大的部分。本地分红能有效降低税费，管理方便，使你的投资能充分地发挥作用。

第三个决定因素：预期回报

在挑选合适的基准指数时，所依据的第三个因素就是预期回报。假设你 50 岁了，打算在 5 年内退休，每年需要 50 万美元来维持自己的生活，你穷尽家底一共凑到 200 万美元，那么你的预期回报就高得惊人了。

有一个叫珍的投资者，她在退休后有稳定的收入（也许是退休金，还有一些房租收入）。她不需要通过使自己的资产增值来为她和她的丈夫提供日常花费。珍倾向于将钱留给她的孩子，但她不太在意“最终价值最大化”。她对波动性忧心忡忡，想要找到能让自己每夜安睡的定心丸。我推荐的定心丸是全部由股票构成的基准指数和一些热牛奶。

为什么？因为珍的投资时间跨度很长，并且不需要收入。她也许觉得自己不需要承担风险，但是投资者能处理的投资风险和他们的心理感受是无关的，很少有投资者能正确预见到他们投资风险的起源。我再重复一次，这和感觉没关系。再过几年，珍就会习惯波动性。

第四个决定因素：个人特质

许多投资者的目标相似，但作为个人，他们有着不同的个人特质。这不是有关对于外国投资、健康医疗股票、科技股、新兴股市或其他什么方面“感到不舒服”的问题，而是有关对于一家特殊的公司或者一个狭窄的领域，存在由个人信仰或特质造成的某种强烈感觉的问题。它对建立定制的基准指数没有影响，并且能反映投资者的独特个性。

假设你讨厌法国人，因此你不想持有法国股票。而另外一个人对法国人有好感，他倾向于低价买进法国股票，不久再以更高的价格卖给法国。但是你对此的感觉可能不同，你可能只是永远不想再拥有法国股票。

大量的投资者认为自己在 2002 年以后对科技股严重过敏，这是认知偏见，不是个人特质。

因此，你始终要根据上述四个因素仔细选择你的基准指数，因为基准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数一旦被选定，就会在相当长的时间内为你所用，也许在你的整个投资生涯中，都只用这一个基准指数。追逐热门，轻易地改变基准指数会招来灾难。如果有人把他的基准指数从1999年的纳斯达克指数变为2000年的拉塞尔2000指数，他们这样做其实是在跟随热门指数：简单地追逐热门指数。人们追逐热门指数，试图获得更好的回报，却忘记了交易费用、税费以及频繁更换基准指数会造成相对的倒退：不断地跟进过去热门的股票，其实总是落后于股市，始终不能抓住将要成为热门的股票。

如果你追逐热门，改变了基准点，结果通常是错过了所有的回报。

有三种例外情况你可以改变基准指数。一种情况是你的生活发生了剧变，因此改变了你资金投资的主要目的，包括你的投资时间跨度的变化。这个例外的一般情形是：丈夫来自短寿家庭，75岁，身患重病；妻子来自长寿的家庭，70岁，身体健康。但是妻子却在一场车祸意外中丧生，她没有孩子，她的投资时间跨度崩溃了。这时，把基准指数换成持续时间更短的基准指数无疑更合适。

第二种情况是：也许你在暮年又和一个更年轻或者更健康的人结了婚，这就增大了你的投资时间跨度，那时转换一个更加合适的基准指数也是可以的。

改变基准指数的第三种情况，不是你的生活发生了基本变化，而是你将来建立的基准指数和你现在采用的基准指数所反映的状况相同，但是新的基准指数更合理，结构更优化，这时，也可以改变你的基准指数。这是纯属于技术层面的情况。举一个例子：摩根斯坦利资本国际世界指数是一个优秀的、被广为采用的基准指数，但是它没有覆盖被称为新兴股市的部分，这限制了它的应用。随后建立的摩根斯坦利资本国际世界指数，与以前的结构相同，但是覆盖领域更广，从而更加适用于当今世界。

那么你是不是应该采用一个基准指数，就放弃另一个基准指数吗？在我看来，这不是个大问题，我倾向于不要改变正在使用的基准指数，因为很难说一个基准指数就比另一个基准指数好很多。如果你现在正在使用的是摩根斯坦利资本国际世界指数，那么再过一段时间，当ACWI已经经过了实际情况的检验，在新兴股市低迷几年的时候，才是将基准指数换成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

ACWI 的时机。

摩根斯坦利资本国际世界指数和 ACWI 都是可以使用的基准指数，但是如果出现了新的世界指数，能够更加精确地反映整个世界股市的情况，那么你就可以改变基准指数了。我希望你注意到的是，要判断是否需要改变基准指数，是有非常实际的判断条件的。

定理二：分析基准指数成分，确定预期风险与回报

不管你选择了哪个基准指数，它都能为你的投资组合提供指导。如果你选择的基准指数包含了美国股市的60%，你的投资组合就应该占美国股市的60%，除非你借助投资三问发现了其他人忽略的东西（如果确实是这样，也许你可以完全不用持有股票）。

如果你选择的基准指数包括 10% 的能源股，那么你的投资组合中就应该有 10% 的能源股。但是如果你认为自己借助投资三问发现了其他人忽略的东西，那么你可以不持有能源股，或者持有 5%，甚至持有 20%，因为你有了可以下赌注的根据。如果你知道的东西别人也都知道，你的目标是让投资组合的表现尽可能与基准指数相似；而如果你发现了别人忽略的东西，那么你的目标就应该使投资组合的表现比基准指数出色。当然，你知道越多别人不知道的东西，你的赌注就应该下得越大，你的投资组合的表现就应该和基准指数差别越大。

举个例子，你选择的基准指数组成成分和各部分权重如表 9.1 所示，该表列出了 2006 年 6 月 30 日，主要产业和国家在摩根斯坦利资本国际世界指数中所占的权重。

你应该周期性地对自己的投资组合进行检查，确保没有地方出现纰漏。如果你的投资组合或者基准指数变化了几个百分点，再重新平衡的时候不要嫌麻烦，不要遗漏细节。一般每年你需要对你的基准指数重新平衡一到两次，除非主要的领域和国家比率移动，或者你遇到了介于两者之间的情况，突然发现了其他人所忽略的东西。

这样，你犯的错误会越来越少，所交的“学费”也会越来越少。过于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.1　主要产业和国家在摩根斯坦利资本国际世界指数中所占的权重

产业	权重
金融	25.6%
可选消费	11.2%
工业	10.8%
信息技术	10.4%
能源	9.9%
健康护理	9.6%
主要消费	8.0%
原材料	6.1%
电信服务	4.2%
公用事业	4.1%
总计	**100.0%**

国家	权重
美国	49.5%
日本	11.5%
英国	11.3%
法国	4.6%
加拿大	3.8%
德国	3.3%
瑞士	3.2%
澳大利亚	2.5%
西班牙	1.8%
意大利	1.8%
荷兰	1.5%
瑞典	1.1%
中国香港	0.8%
芬兰	0.7%
比利时	0.5%
挪威	0.4%
新加坡	0.4%
爱尔兰	0.4%
丹麦	0.3%
希腊	0.3%
奥地利	0.3%
葡萄牙	0.2%
新西兰	0.1%
总计	**100.0%**

数据来源：2006 年 6 月 30 日汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

频繁的交易是过度自信的副产品（即使在自己没有下赌注的基础时，也误以为自己有）。

当你了解了你的基准指数的组成成分以后，接下来就要确定预期风险和回报。假设你的基准指数是ACWI，加上美国它一共涵盖了48个国家。这一年中，哪个国家表现较好，而哪个国家较差呢？这个问题可转换为另一个问题：哪个国家的经济类型比较单一，容易受波动性的影响呢？美国的经济类型非常丰富，是世界上所有国家中最丰富的，与芬兰相比，就不太容易受到波动性的影响，而诺基亚公司的经营效益会对芬兰经济起到重大影响。

在产业里也会出现同样的情况。有些产业，像技术产业、金融产业等，经济越扩张，行业越景气——因为人们对这些产业的产品的需求是弹性的（当然，这是一个粗略的估计。2004～2006年，经济发展迅速，而技术产业却发展缓慢。同样，你必须看到其他人忽略的东西）。而无弹性需求的产业，就像健康护理和主要消费产业，通常在经济发展速度变慢的时候更加繁荣，但也不是一直如此。因为你不会因为这些产业经济状况不好就不刷牙或者不吃心脏病药。这就是为什么健康护理通常被认为是“防御性”产业的原因。

我们的投资目的是超过或者达到与基准指数相一致的水平，同时，也要控制风险。对于基准指数包括的每一个产业、每一个国家，你都要确定预期风险和预期回报。为行业和国家评级（如果你在全球范围内进行投资），按照你认为它们能承担的风险，从高到低把它们排列，列一张清单，按从1到10的顺序为每个类型标注“风险”系数，10代表风险最大。你可以根据这些等级来建立混合的投资组合，减少你的总体风险。表9.2是一个假定的产业投资风险和回报率评定级别。

制订等级评定清单会使你的分析思路清晰，并简化你作决定的过程。你不必频繁地重新回顾作出每个决定时的想法。

定理三：混合不相关或反向相关证券，在达到预期回报的同时降低风险

大多数投资者，甚至新的投资者，都能理解多样性能降低风险。还记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 9.2 假定的产业投资风险和回报评定级别

风险	回报	产业
6	3	可选消费
8	10	主要消费
1	1	能源
5	2	金融
4	9	健康护理
9	8	工业
2	4	信息技术
10	6	原材料
3	5	电信
7	7	公用事业

得可怜的安然雇员们吗？他们的退休金都是用公司股票来支付的。这种风险可用多样性来降低。公司走上破产之路有很多原因，股票暴跌是主要原因，公司的财务总监们可能没有犯错误，他们只是没办法和竞争者抗衡。一家运转良好的公司的股票能毫无原因地就被囤积，连预先的警示都没有，这足以说明一支股票不应该在你的投资组合里占太大比重。

我的父亲终其一生，都在提倡集中的投资组合。沃伦·巴菲特也经常提倡集中的投资组合。但我告诉你，集中投资组合能发生作用的唯一依据，是你发现了其他人不知道的信息，对自己的投资策略有信心，而其他人做不到这一点。但是你必须确信自己不是自信过度。

你可能听过这种说法："你必须集中投资才能获取财富，多样性投资是用来保护财富的。"那些依靠一支、两支股票变富的人是幸运的傻瓜，投资一支股票能使你经历惊人的暴涨，但也可以使你经历惊人的暴跌。那些以这种方式致富的幸运傻瓜，会变得骄傲起来，误以为自己很聪明。当然，这里我说的并不是指你拥有一支你创建的公司的股票，这是世界首富比尔·盖茨和其他特别富有的人变富的方式：他们建立了公司，随着公司的发展积累财富。

没有一种股权形式能在所有时期都表现出众（你可以借助问题一验证），多样性能帮助你将投资风险分散到国家、行业和公司之间，使你的投资赌注远离危机（比如战争或者石油短缺）、意外事件（收益的短期下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降、财会丑闻或者自然灾难）或者两者结合所造成的突发事件（比如自然灾难引发的石油短缺）。

规范的金融理论将风险定义为由标准差或者回报变化差测量的波动性。大多数投资者认为股市上升就是好的，股市下跌就是波动性。但是波动性是把双刃剑。问题是：这支股票和与它同领域的股票相比，波动性是大还是小？多样性减少了你的投资组合的波动性，因此降低了风险。

回忆一下前面我们关于产业的弹性需求和无弹性需求的讨论，所提到的技术和医疗保健行业，这两个行业是定理三的极佳佐证，因为它们在短线中是反向相关的，一个上涨，另一个就下跌。在图9.2中，这两个行业在2000年的波动状况如同一组反向相关的对称曲线。

标准差是风险的量度，对于每一个指定时期的产业，科技股的标准差是3.5%，健康护理的标准差是2.5%。但是，如果你的投资组合的一半包含每个产业（不是好主意，这里我们假设如此），你的标准差即你的波动性风险是2.0%。将两种不同的股票混合，你的投资风险就降低了。在这段时间里，这两种股票呈反向相关。

如果你使用投资三问建立了充足的信心，认为一定有一个产业要好于



图 9.2　2000 年医疗股和科技股呈反向相关的波动性

数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他的产业的状况，那么就要加大这一产业的投资比重，降低其他产业的投资比重。

如果你觉得不是很有信心，在进行投资组合时，就将反向相关的股票、债券放在一起，这就像是上了保险，可以避免你犯错误。并不仅仅是反向相关的证券放在一起才能降低风险，任何不相似的证券，不管它们是反向相关、低相关还是不相关，将它们混合在一起都可以提高回报，降低风险（借助问题二来验证它的正确性。随便从不同类别的股票中选出几支，在长线中进行风险和回报检验）。

定理四：永远记住你可能会出错，不要死守前三条定理不放

定理四也许是这四条定理中最重要的一条了，是关于自我约束行为的。定理四告诉你：你作出的每一个决定，不管你有多自信，你都有可能出错。一旦你认清了这一点，你就不会轻易作出后果很严重的决定。

举个例子，假设你很自信地认为，科技股在今年的走势会非常良好。科技股在你的基准指数里占15%，但是你将它提高到20%甚至25%都觉得不满意，你知道科技股将攀到顶峰。你试图放弃所有医疗股，好让科技股占有更大的比重，因为你知道当科技股大涨时，医疗股会下跌。在改变你的投资组合之前，问一下自己：“如果我错了怎么办呢？”你准备好面对如此巨额赌注可能带来的后果了吗？

根据定理四，我在投资时制定了两种有效的策略：核心策略和对抗策略。核心策略是我基于相信自己看到了其他人没有发现的情况时，对基准指数的相对权重作出调整的一种投资策略。举个例子，如果我相信美国股市回报率会超越欧洲的股市回报率，科技股表现好于医疗股，我会在基准指数的这些地方做相应的比例调整。这就是我的核心策略。

在基准指数的比重减小的区域，我建立了计划好的对抗策略，我并没有指望这些区域能表现得很好，我在这些区域建立对抗策略，以防万一我的预测出现错误。我知道自己曾经出过错，并且还会继续犯错误。如果我的某一核心策略失败，投资项目表现糟糕，我希望我的对抗策略和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相应的投资项目就能发挥作用，弥补损失。如果我看错了科技股，那么医疗股很有可能会表现很好，我不愿意因为自己的策略失误而与表现好的股票失之交臂。我经常这样问我自己："如果我认为能表现良好的股票由于某种我不能预见的原因实际表现一塌糊涂，那么表现好的是什么股票呢？"

对抗策略的存在，意味着你总会持有"下跌"的或是跟不上时代的股票。如果股市表现与你预期的一致，那么你的对抗策略应对的股票应该会下跌。如果你的对抗策略应对的股票下跌，意味着你的核心策略正在发挥作用，你的这套投资组合表现很好。

下面给出一个关于核心策略和对抗策略的应用实例，仍以科技股和医疗股为研究对象。假设你把注意力集中到医疗股上，你相信自己发现了别人都没发现的事情，因此医疗股会大涨。也许你知道国会定于下周二会举行有关药品管理的投票活动。国会议员希望新的减缓疼痛的药能尽快获得批准，因此，你相信美国食物药品管理署会对这些有效的药物大开绿灯。没有其他人看到这点。

你根据自己掌握的情况，决定加大医疗股的比重。由定理二，你预计医疗股的回报率是8%，因此，你决定增加你持有的医疗股比例，从原来占基准指数的10%提高到15%。这里你应用的是核心策略。

现在，为了弥补差额，你必须减少其他产业5%的持股数。假设科技股占基准指数的12%，如果医疗股表现糟糕，那么这12%的科技股可以减少你的损失。但是如果你对医疗股非常有信心的话，你将削减科技股5%的权重，从12%减少到7%。这里你应用的是对抗策略。

利用投资三问思考一下，你会发现大部分人不认为科技股价格会下跌，因为它的市盈率很低。每个人都记得20世纪90年代美国股市领先全世界，人们希望科技股也可以引领股市一路走高。但是你知道低市盈率并不代表着低风险；你知道美元去年坚挺并不意味着今年会继续坚挺；你知道坚挺的美元并不会让美国股市压倒外国股市，你知道一旦自己的核心策略失败了，还可以由对抗策略弥补损失。如果你对医疗股的预测是正确的，你可能（但不是一定）对科技股的预测也是正确的，那么你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在热门的产业投入了更多的资金，而在下跌的产业投资较少。通过正确运用核心策略和对抗策略，你征服了股市（你下了很大的赌注，把对抗策略的影响减至最少）。

现在，你知道自己本可以做得更极端一点的。你本可以将医疗股的权重从10%提升到22%，清空手中的科技股。如果你预测出了股市走向，那么你将大赚一笔。

假设你的预测错了，国会的议员们对新药品一致投了反对票。没人预料到这种情况会出现，医疗股开始下跌，人们转向了更热的产业，比如科技股。你对这两个产业下错了赌注，在热门的产业你减少了投资，而在下跌的产业增加了投资。你遭受了损失，但是还好，损失不大，因为你没有把资金全押到下跌的产业，也没有从热门产业撤走全部资金。在一年里，投资组合比基准指数下降了几个百分点是正常的。也许你的基准指数上涨了20%，而你的投资回报率为16%～17%。毕竟，一支股票一年的走势差别不会造成太大的影响。

如果一年中，你的大多数核心策略都起作用了，你的投资回报率就达到甚至超过了基准指数的回报水平。我也经历过错误地建立了核心策略的年份，但是因为我的总体思路是对的（持有股票，而不是持有现金或者债券），我的投资组合没能达到基准指数的回报水平，但是相差不多，损失的数量可以弥补。为什么？因为我绝不会采取超出我风险承受限度之外的投资策略。对抗策略使我避免在自己预测出错的年份损失太多。

我的投资组合带来的回报将基准指数远远抛在身后的情况只发生过一次（当然，我承受了巨大的风险），那次我相信大幅度下跌是最有可能发生的情形。然后，我尝试改变投资组合比例，以求获得超过基准指数水平的回报，同时避免熊市所带来的风险。这是我为客户做过的最冒险的一次投资，但是在长线中，如果你的投资回报能超过基准指数的平均水平，并能避免受到熊市的影响，那么在这场和TGH的战斗中，你就大获全胜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何挑选上涨的股票

我不知道如何挑选一直上涨的股票，没人可以做到。我从没见过任何人能这么做。你在选择股票时应该做到两点，并且只需要做到这两点。首先，在你希望投资的领域中，找出有代表性的股票；其次，找出你认为最有可能获得比该种类股票的平均回报率更高的股票。注意我并没有说“找到会上升最多的股票”，我说的是“最有可能比该种类的投资回报率高”。你的目标是找出该种类股票的特质，并且注意“最有可能”。

挑选股票并不能决定你的投资回报

在你建立自己的投资组合时，要确保你的大部分时间花在应用投资三问检查最重要的决定上，并且不要受不那么重要的决定的干扰，比如该挑选哪支股票。令人吃惊的是，股票的选择是对你的投资组合表现影响最少的因素。你觉得这种说法很不可思议。也许你购买本书是希望找到一些关于挑选股票的建议和技巧，但是到这里为止我已经讲了几百页，就是没有讲如何挑选股票。这是有原因的。首先，挑选股票没那么重要。大量的学术研究表明：你的投资回报多少由资产分布决定，基本不受股票选择的影响。所谓资产分布，就是在一年中你决定持有股票、债券或者现金的比例以及类型。一些研究结果表明超过90%的投资回报来自于资产分布。另一些研究结果表明，来自资产分布的回报比例没这么高，但是仍占总回报的大部分。这就可以说明问题了。

我的研究结果显示，在长线中，大概70%的回报来自资产分布（股票、债券或是现金），还有大概20%的回报来自子资产分布（关于拥有什么类型股票的决定），不论是对国内股市还是国外股市，不论是对价值股还是增值股，也不论是对什么类型的产业，这一观点都成立。

在20世纪90年代末，如果你为自己的投资组合挑选的是30支高市值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长股票，没有人会说你做得不好。在选择医疗股时，你挑选的是默克制药公司的股票还是葛兰素史克公司的股票并没有太大差别，它们都是高市值的增长制药股，表现也是类似的。投资者花时间分析默克制药公司的销售渠道和葛兰素史克公司的收益，分析这一家公司的资产负债表和那一家公司的90天平均走势，但是这些努力所带来的附加利润数额很小。在20世纪90年代，默克制药公司和葛兰素史克公司的股票表现差不多，默克制药公司的股票增长了552%，葛兰素史克公司的股票增长了534%，参看图9.3。

让我们把目光转移到2000～2002年。在这几年里，最佳决定是采取防御性投资策略，主要是持有现金和债券。如果你做不到，那么就持有低市值价值股。如果你这么做了，你的决定是正确的。如果这几年里你一直在挑选股票，就很糟糕。决定回报的是是否拥有股票，而不是选择股票。

但是人们都迷信股票选择。一些成功挑选股票的人被奉为英雄。任何一位共同基金的商业分析家看起来都是富有思想的。别误解我的意思，股票选择当然很重要。挑选正确的股票可以增加收益，否则我将建议每个人

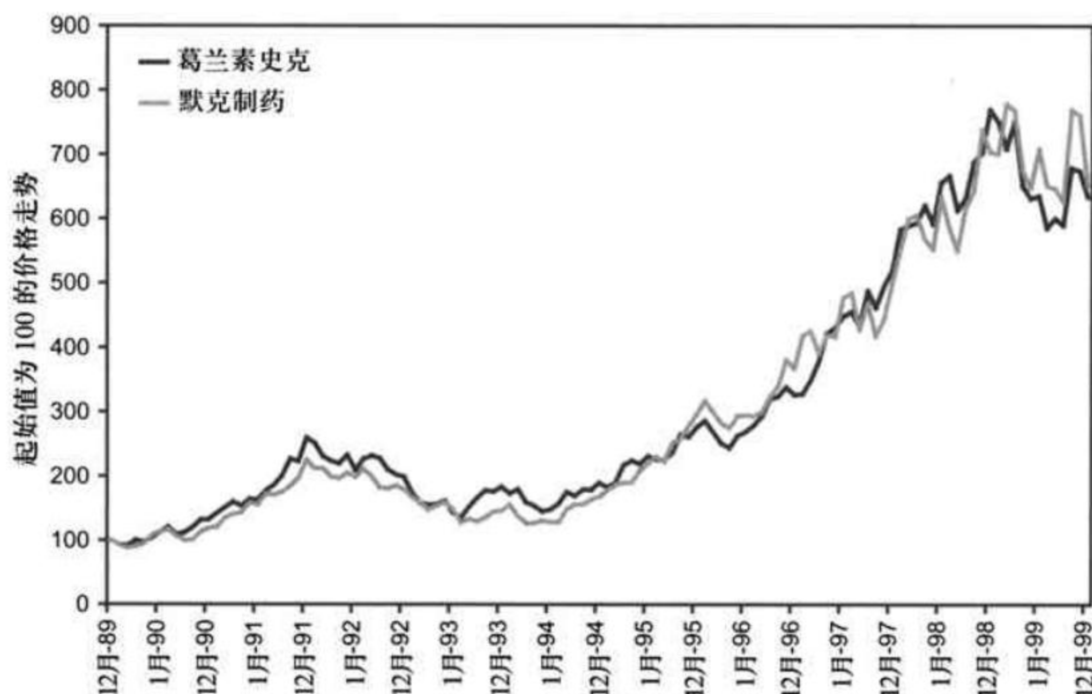


图9.3 同样的产业，同样的表现
数据来源：汤姆生金融数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（即使你拥有可以用来投资的巨额资金）把钱撤出股市，去购买指数基金或者交易型开放式指数基金。和其他投资决定相类似，你不需要始终能挑出表现最好的股票，你只要选对产业就可以了。

那么你的大部分投资时间该用来做什么呢？是花在作出能为你带来70%～90%的回报的决定上，还是花在作出只为你带来10%的回报的决定上？这个问题不需要考虑。

投资组合漏斗

如何挑选股票呢？其实我已经介绍过了，在我的第一本书《超级股票》里我就提到这个问题。现在，我不会按我那时的方式来介绍，当时所说的纯粹是文字游戏。现在我所做的和25年前并没有什么不同，如果有的话我会感到很尴尬。我当然希望我能预知未来10年的股市情况，这样我就会改变现在正在做的投资。现在，游戏的名字叫变化，我的目标是不断发现新情况，并改变投资组合。

下面告诉你正确挑选股票的步骤，这是一个筛选排除股票的过程。

把建立投资组合的过程想像成一个漏斗，如图9.4所示，把整个世界的证券（股票、债券、现金等等）都倒进这个漏斗，最后能“流出来”的那些是通过了层层筛选的证券。

使用投资三问来决定你是希望今年持有股票，还是决定采取防御性策略。研究三个因素：经济、政治和感情，从而决定现在的股市状况到底是什么样子的。你觉得股市最有可能的走向有三种：大幅上涨、小幅上涨和小幅下跌，你的工作很简单，只要按照基准指数的指示，购买相应的股票就可以了。所有股票都会进入漏斗的下一个环节——中间部分。

现在，你到了子资产分布的地方，使用投资三问来决定如何根据自己的基准指数，确定你投资的国家和产业的比例（前文已经介绍过了）。在这一环节，你根据自己的核心策略和对抗策略选择股票，确定主要投资的方向。这里处于漏斗的中部，使用本书中介绍的方法，你只要决定投资组合各部分的比重就可以了，不必考虑具体该选择哪支股票。在这一步骤的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

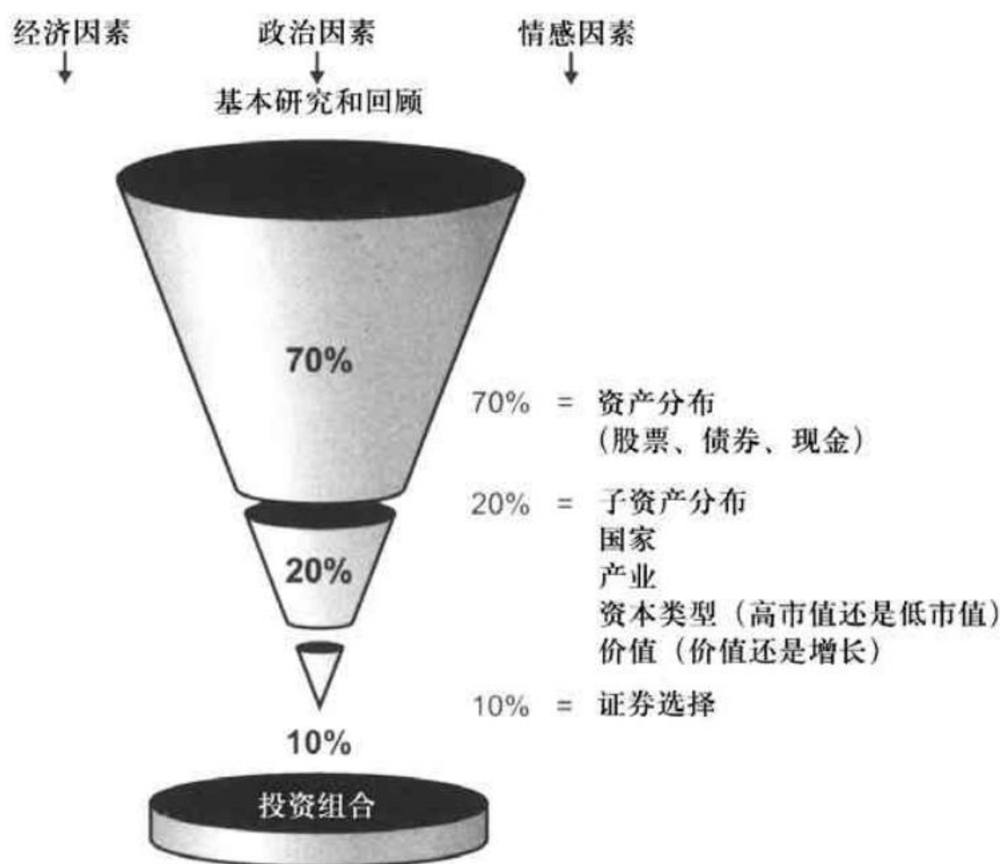


图 9.4 建立投资组合的漏斗

最后，你应该制定一份简单的清单，在上面写上你选择的国家、产业名称和它们的合适比例。接下来通过筛选的股票进入漏斗的底部，只有到了这里，你才需要开始考虑个股的选择。

低市值表现，高市值股票——美元加权平均

这是由问题二引出的一个事实。投资者意识不到许多他们眼中的高市值股票，其表现更像低市值股票，或者说几乎完全一样。这些投资者不知道怎么消除这种低市值股票效应，这主要是因为他们不能正确分辨股票类型。

正确投资一支低市值股票能带给你巨额收益，就像投资高市值股票一样。许多投资者不能正确获得收益，是因为他们把股票分错了类别。一些投资者不喜欢低市值股票，因为他们觉得小公司可能存在潜在问题。如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

	市值（10亿美元）		表现			
	10支最大股票	小型标准·普尔股票（该组包含的股票数）	10支最大股票	标准·普尔500指数	小型标准·普尔股票（该组包含的股票数）	拉塞尔2000指数
1992	$595	$ 593 (334)	-1.2%	7.6%	17.8%	18.4%
1993	$579	$ 579 (310)	1.7%	10.1%	16.7%	18.9%
1994	$581	$ 580 (288)	2.2%	1.3%	0.7%	-1.8%
1995	$596	$ 594 (292)	40.2%	37.6%	26.5%	28.4%
1996	$812	$ 813 (293)	29.5%	23.0%	16.9%	16.5%
1997	$1,051	$ 1,052 (306)	35.0%	33.4%	25.0%	22.4%
1998	$1,386	$ 1,387 (304)	40.0%	28.6%	9.2%	2.6%
1999	$2,053	$ 2,050 (304)	34.3%	21.0%	19.2%	21.3%
2000	$3,122	$ 3,112 (403)	-26.9%	-9.1%	12.7%	-3.0%
2001	$2,680	$ 2,688 (370)	-7.6%	-11.9%	5.1%	2.5%
2002	$2,544	$ 2,540 (371)	-24.7%	-22.1%	-16.0%	-20.5%
2003	$1,844	$ 1,839 (362)	14.5%	28.7%	47.1%	38.8%
2004	$2,337	$ 2,331 (347)	-0.2%	10.9%	19.4%	18.3%
2005	$2,397	$ 2,379 (325)	-0.2%	4.9%	2.6%	4.6%

你能预见未来一段时间低市值股票将统治股市，你就不必对这些小型、不宜变现、不知名的股票感到恐惧。

问题二有个很有意思的形式，能让你认定的高市值股票的表现和低市值股票类似。联邦快递和惠普听起来不像是低市值公司，但是它们的表现比你想象中的还要接近低市值股票。研究表明，如果标准·普尔500指数包含的公司的价值低于标准·普尔美元加权平均市值，那么该公司的股票表现就更像低市值股票。“美元加权平均”是一个统计概念，也许会使你感到迷惑，它并不是简单地取平均市值，是另外一种形式的平均值，代表着股市的实际表现。也就是说，运用这个概念可以把股市看成是一支股票，其市值就是那个平均值。

下面告诉你如何看待这个问题。标准·普尔500指数里10支最大的股票的总市值几乎和余下的所有股票的市值总和相等。上表给出了每年这10支股票的市值相当于多少支小股票市值的总和，同时还给出了每组的标准·普尔500指数和低市值拉塞尔2000指数。

大多数年份，小型标准·普尔500指数中的股票作为一组，表现和低市值股票类似，因为相对于修正过的平均数，它们的市值较低。10支最大的股票对标准·普尔500指数的回报率有决定性影响，因为它们的总市值基本和300～400支小型标准·普尔股票的市值总数相等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过标准·普尔500指数的总回报率，你不能确定作为一组的小型股票就一定会带来低市值回报。当把股市看成一支股票时，任何市值低于美元加权平均市值的股票，都或多或少地具备低市值的特征，即使对你来说，有些还是大型公司的股票，但是从标准·普尔500指数的回报率上你并不能看出这一点。

你可能认为100亿或者200亿美元市值的股票是大型股票。但是实际上，2006年中期的美元加权平均市值是860亿美元，你可以把股市看成是支市值为860亿美元的股票。100亿美元市值的股票只占其12%，相比来说，它就是低市值股票了。

好消息？那就是你不需要在翻遍金融杂志寻找以前你看不出来的低市值股票，想要通过它们获得低市值带来的高额利润，你只要从标准·普尔500指数所不包括的几百个流动的名字里挑出几个就可以实现愿望了。通过这个简单的步骤，你就能获取低市值回报。不那么陌生的名字有：百得、纽约时报、柯达、惠普、古德瑞奇等等。

坏消息？那就是你不能从100亿美元、200亿美元甚至500亿美元市值的股票上获得高市值回报。为了获得高市值回报，你需要持有市值高于美元加权平均值的股票（高于860亿美元），以前这些股票在你眼里可能是超级市值股票。不幸的是，在我写作本书的过程中，美国只有25支这样的股票。在实际的资本运作中，你很难建立高市值效应的多样性投资组合。

每次考虑一个类别，这样进行股票选择更容易，也更清晰。这样做不必费力地浏览所有股票，只需要留意每个类别中你需要的股票就行了。你不需要从15000支股票中找到一些绩优股，只需要从每个类别的15～20支股票里选择3～4支就可以了。

如果你想要作出进一步的决定，你需要研究一定比例的美国低市值公司。你只需要挑选几支业绩稳定的股票，也就说去寻找那些于同类股票中价格相对便宜的股票。更重要的是，你要寻找一个流行并且能驱动流通的理论。我并不是在讨论你在华尔街期刊的前三页读了什么，我是在说你运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用三问理论发掘出了什么。

永远不要只挑选一两支上涨的股票

从2005年开始，我预计美国低市值工业股票能够持续表现良好，弗洛瑟夫公司（FLS）股票是2005年初我在《福布斯》专栏中推荐的一支股票。

顺便说一下，我基本上不在《福布斯》专栏中提及我为客户的投资组合所选择的股票。我并不是为我的投资战略保密，我只是不想把我的客户变为罪犯，那样我就不再是我自己。如果我的客户持有我在《福布斯》中提到的股票，他们将会被指控预先交易，或者我会被指控受雇为他们做此类交易。这类事情就会这样发生，我为我的客户购买股票，然后在《福布斯》中强烈推荐它，是《福布斯》的读者都去购买，抬高其价格，然后我再为我的客户将股票卖掉，以从中获利。那将是犯罪——一种形式的内幕交易，一桩重罪。我铭记着一个人生哲理："不要犯罪。"为了与灰色地带划清界限，坚定站在法律一边，我写作涉及的股票——无论以何种理由——都非常优秀，但我不会将其用做顾客的投资组合。

再说说弗洛瑟夫公司，它加工制造化学、石油以及食品加工工业所使用的特殊液体（例如腐蚀性液体）泵浦和阀门。那么怎样估价这些在阀门和泵浦制造业表现出色的公司呢？你不需要像在一堆阀门中寻找一支针那样挑选股票，你可以借助投资组合漏斗筛选类别选择股票。

为什么选择弗洛瑟夫公司股票呢？为什么不选择科南钢铁公司或者爱戴克斯公司股票呢？当然，这两支股票也是很好的低市值股票，它们并没有什么问题。但是对于弗洛瑟夫公司，我觉得自己发现了别人没发现的东西。2005年初，投资者仍对财会统计的"不寻常性"高度敏感。2004年末，弗洛瑟夫公司宣布聘任一位新的财务总监，这很可疑。几天以后，首席会计辞职，但是几天以后又改变了主意。接下来他们推迟上交了第三季度的SEC10-Q报表。这全都很可疑，相应地，公司股票也怪异地变动。如果你是一个有些经验的投资者，这种表现会将你吓跑，因为他们的资产负债水平并不出色。即使股票价格是零售收益的26倍，看起来也不便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的一切都使大多数投资者对这支股票敬而远之，人们都知道不可靠的财会统计将导致过高的股票价格问题。但这支股票很便宜，以年收入的60%出售，因此，如果这支股票能将利润率提高到正常水平，将具有很高的潜在收益。像这种类型的股票，其走势可以良好。

我并没有飞赴弗洛瑟夫公司在德州的总部，没有观看该公司的工厂。我从没见过弗洛瑟夫公司的财务总监，我也没有雇用间谍，让他混入弗洛瑟夫公司的管理层来帮我打听别人不知道的消息（这种方法不仅荒唐，而且违法，但是可以拍成一部精彩的间谍电影）。我获取的多是公开的信息。在观察股票的时候，我重复做着我经常做的事情，我自问："其他人都在担心什么？"我把这一问题先放在一边，然后又问："我能从信息中发现什么呢？会发生什么疯狂的事使股价上升或下跌呢？这种事发生的可能性有多大？"最后，像霍莫尔·辛普森一样，我说："好吧，大脑，你不喜欢我，我也不喜欢你。"然后我发现我的固执、偏见和自大差点让我作出愚蠢的股票决定。这就是你如何选中上涨的股票的方法，这就是你如何选中比同一类别股票出色的股票的方法。别当真，开个玩笑而已。

如果你看了那期《福布斯》，并且在我的推荐下购买了弗洛瑟夫公司的股票，你将会非常高兴。2005 年，弗洛瑟夫公司股票的回报率是 44%，它所在的产业回报率是 2%，标准·普尔 500 指数的回报率是 5%，全球股市的回报率是 9%。弗洛瑟夫公司的股票比它所在产业的其他股票表现要好，但是它是表现最好的美国低市值工业类股票吗？不是，表现最好的低市值工业类股票是 JLG 工业公司和欢乐全球公司的股票，回报率分别为 133% 和 109%。

你也许会在借助投资组合的漏斗对各种股票筛选以后选中JLG工业公司和欢乐全球公司这两个公司的股票（或者你决定 3 支股票都买下）。但是你怎样才能选到这3支股票呢？在投资组合漏斗的最下层，对着几支股票，也许你比较容易发现其他人忽略的东西，如果是在投资组合漏斗的最上层，你如何从股票海洋中发现其他人忽略的东西？首先作出正确的决定，能增加你选出优秀股票——弗洛瑟夫公司股票、JLG工业公司股票和欢乐全球公司股票——的可能性。如果你花费数小时浏览网络和财经频道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

CNBC来研究某支德国的低市值股票，而你事先没有考虑是否想持有这支股票，那么你只是在浪费你的时间和精力。

对你所有的股权类别重复运用这个过程，你会得到能很好代表你的基准指数特征的股票。你必须清楚自己永远不会只挑选最好的股票，从现在开始要习惯这个做法。在你的投资组合中，会有几支股票最终不会给你带来一点收益。世界上最优秀的投资者是不会只挑选上涨的股票的。

是否有这种可能，你对子资产分布做了正确的决定，如选对了规模、类型、国家、产业等，但是你却挑选了一支没能给你带来收益的股票（这支股票的公司遭遇财务丑闻、卷入政治斗争）？当然有可能。

我已经明确地告诉你，你的投资组合应该多样化。如果能源产业占你投资组合的10%，你应该挑选3支、5支甚至7支不同的股票。即使你挑选了一支垃圾股，你也不会蒙受太大损失。你需要3支、5支或者7支股票，你认为它们的表现能胜过其他种类股票的表现。我选中弗洛瑟夫公司的股票并不是因为我料到它会上涨这么多，我选中它是因为我觉得它的表现会胜过同类股票的表现。

把精力集中在股票搭配的多样性上，挑选你认为最有可能压过所在种类的表现的股票，并不意味着你放弃了挑选股票。这意味着你不至于把所有资金都压到一支股票上，然后你发现自己选错了，这支股票表现糟糕，而其所在类别的其他股票表现却很好，所以你的投资组合并没能从中获益。

小型产业和类别的股票价格情况如何呢？假如你分配了2%～3%的资产到新兴股市，新兴股市在你的基准指数里占很小的百分比，但是你的投资却是合理的、可控的。

你不想只购买一支股票，因为你认为购买一支股票将很难保证在新兴市场的投资多样性。选择哪支股票呢？一支津巴布韦的股票？一支智利的股票？但是如果你购买了足够数量的股票，虽然能保证你在新兴股市的投资多样性，但你可能会买到奇怪的股票，并支付巨额交易费用。这时，你可能发现一支成本很低的交易型开放式指数基金，并于当天买下。我对基金不感兴趣，但是它们能帮助我们实现目标。我的意思是，你真的知道其他人不知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的事情，能让你在拥有津巴布韦或是智利的股票之间作出选择？

你到底出售了什么？

挑选股票只解决了问题的一半。你知道什么时候能出售股票呢？最简单的答案就是：在你认为股市最有可能在下一年大跌的时候出售。那时，卖出大部分股票是很好的选择，但这种情况难得一见。那么如果股市正处在熊市中又怎么办呢？你怎么知道应该在什么时候削减资金、抽身而出呢？很简单，如果你使用投资三问，发现一些令你持有股票的基本原因改变了，那么就清仓退市吧。例如，在收益曲线长期持平的情况下，如果它骤然上升，那么你可能得把自己的增长股换成价值股了。

如果你觉得有弹性需求的产业（如科技业）表现会比较无弹性需求的公司（健康护理业）好，这时你就需要出售一些股票。或者你可能会发现一些其他的经济、政治或者感情因素影响了某个产业，例如，你预见到政府将会出台更多的会计统计方面的限制政策，你认为（很少有其他人发现）这会影响金融业；或者，在长期的高分红股票表现良好之后，每个人都对公共事业格外热心，但是你知道是到了减少公共事业股票的比重转向无红利支付股票的时候了。提醒你一下，这不意味着你卖出的股票是不好的，只是根据投资三问，它不适合你现在的需要，你需要的是能代表你的资产和子资产分布的股票。

锁定和释放

如果一支股票大幅上涨了呢？难道你不应该卖出它，锁定利润吗？锁定利润是投资者做的蠢事之一。锁定了利润后又怎么办呢？

你把卖出一支上涨股票而得到的收益用来再投资了，而你所买的股票价格并不一定就会上涨。你购买的下一支股票价格可能会下跌，把投资者以为自己锁定的利润抹去了，这意味着你在出售第一支股票、获得收益的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时候交了税，而购买第二支股票时赔了钱。根本不存在“锁定利润”这种事，那些认为能够锁定利润的人们，被过度自信和认知偏见蒙蔽了。不要为了锁定利润而出售股票，而要为了调整投资组合结构而出售股票，或者因为某支股票可能不再能带来超过预期的收益率而出售。

一支股票大幅上涨并不意味着它能一直上涨，总有这样的例子发生。记住，股票是没有系统相关性的，一支股票继续保持以前的走势和改变走势的几率是相等的。如果你持有一支股票的根本原因没有变，就继续持有这支股票。

利润杀手

如果一支股票大幅度下跌了呢？难道你不应该出售这支股票，承担损失，从税费中得到些补偿，然后继续投资吗？也许应该，也许不应该，但一般来说是不应该的。

首先，为什么这支股票会大幅度下跌呢？是因为整个股市处于回落中，它只是随着股市一起下跌吗？如果是这样，就不要卖出这支股票。相对回报率才是真正有关系的，而不是绝对回报率（一般情况下）。是因为它所在的产业和股票种类在下跌吗？如果是，那么是因为这个产业处在回落状态，还是因为这个产业已经过时了？是因为这支股票是你对抗策略的一部分才下跌吗？这种情况下，作为你的对抗策略的组成部分，这支股票应该下跌，不要出售。（把注意力集中在一支股票或者一个产业的表现上，而不是关注整个投资组合的表现是认知错误的一种，你能借助问题三加以改正。）股票下跌是因为出现了可怕的负面新闻吗？是财务总监们烧毁了公司的资料，或者是他们将股东的钱用来举办奢侈的希腊风格舞会？

实际上，当坏新闻发布的时候，股市已经作出了反应，你错过了避开股市下跌的时机。现在，如果你卖出股票就承担了所有损失，你可以继续投资，但是你这样做是在贵买贱卖。而且你再次买来的股票不一定就会上涨，它也可能下跌，这时你就犯了两次错误。因为一支股票继续保持以前的走势和改变走势的几率仍然是相等的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何时出售股票

有时你会惊奇，一支看起来不错的股票下跌了，然后你必须确定，你的股票是否会在一个更低的价格上套牢，或者是否应该将其抛掉。对于这两种情况，我都很惊奇地发现有两支股票提供了很好的案例。

2004年10月14日，艾略特·施皮茨——纽约州的新检察长和世界红十字会（WC）共同判定格林博格银行以及AIG公司的财务总监们由于某些原因获罪。我认为艾略特·施皮茨先生相信格林博格家族的每一个男性成员，他一直追随着他们。

与此同时，格林博格的儿子杰夫经营了另外一家大型公共保险公司——马仕－麦克莱恩公司（MMC），它同样拥有AIG公司共同的资金项目，这在去年被艾略特·施皮茨强烈地抨击。起初，艾略特·施皮茨声称由于其保险合同应判串通投标罪，并认为其他的保险公司包括AIG公司也是同谋。随后艾略特·施皮茨公开指控AIG公司和格林博格银行。受到施皮茨攻击的马仕－麦克莱恩公司董事会驱逐了杰夫，然后AIG公司的董事会也迫于艾略特·施皮茨的力量和权威宣布与格林博格银行脱离关系。最后针对AIG公司的指控被取消，而马仕－麦克莱恩公司被解散，一些格林博格的朋友也受到了牵连。AIG公司和马仕－麦克莱恩公司的股票立刻开始下跌，2004年10月14日AIG公司股票下跌了10个百分点，马仕－麦克莱恩公司下跌了25个百分点，如何应对这种情况呢？

在第一时间规避下跌基本上没有可能，没有相关信息显示艾略特·施皮茨如此行事。当这个股市事件发生时，你特别需要借助投资三问来解决问题。在股价大跌后立刻抛售股票，有时会起作用，但更多情况下则是特别愚蠢的选择。事前你从股市上根本无法获得任何线索。

我会见格林博格先生两次，他有时态度生硬粗鲁。实际上我并不相信他会做什么大的错事，因为他并不需要这么做。（特别有能力的人并不需要去破坏规则也不会去破坏。）另一方面，他已经80岁了，很快就要从岗位上退下来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我对艾略特·施皮茨在2005年低调地指控格林博格先生的一些犯罪事宜也没有任何想法。这个消息于感恩节发布，不久便默默消失了。我知道——大家都知道——AIG公司是一个拥有多条完整先进生产线的大型公司。我理解AIG公司被指控所犯的罪行，但我并不认为这会影响AIG公司整体的发展。如果某天人们突然发现有关指控AIG公司的有些事情搞错了，那么AIG公司就能脱离危机，立刻正常运转。

由于有关AIG公司的消极观点是如此之多，任何一个坏消息都会产生巨大的影响——所以我非常期待能够出现任何一个好消息，无论这一消息能起到多么微弱的作用，都会让人欣喜而又惊奇。我选择看好AIG公司。

再看看马仕－麦克莱恩公司的情况。它被指控在其主要商业线和核心产品方面涉嫌欺诈，事情好像很严重。为了生存，马仕－麦克莱恩公司需要至少打赢一场主要官司。他们需要重新制定对策，裁减一些高层人员，并且在未来几个月（希望不是几年）里处于一种混乱的状态。但这还不是最要紧的。

公司的新任财务总监迈克尔·车卡斯基是一个很不错的人。他曾经是Kroll公司的财务总监，该公司专门经营公司债券业务，在前一年被马仕－麦克莱恩公司收购。迈克尔·车卡斯基被任命为马仕－麦克莱恩公司的新财务总监，并不是因为他在保险业有成功的经历，因为他有参与立法的背景，曾经和艾略特·施皮茨共过事，他们认为他可以处理和艾略特·施皮茨打交道的工作。在我看来这完全是个错误。迈克尔·车卡斯基担任过Kroll公司的财务总监，有这方面的经验，但是Kroll是个小公司。我肯定不能胜任像马仕－麦克莱恩公司这种大公司的财务总监一职，换句话说，在马仕－麦克莱恩公司财务总监这个职位上，我和迈克尔·车卡斯基的能力旗鼓相当。迈克尔·车卡斯基从没有管理像马仕－麦克莱恩公司这种多业务大型公司的经验，我知道我不能使马仕－麦克莱恩公司良好运转，迈克尔·车卡斯基也不能。所以，我决定出售马仕－麦克莱恩公司的股票，承受两位数的跌幅造成的损失。

我的公司职员认为我的决定不合理。为什么出售马仕－麦克莱恩公司股票，而保留AIG公司的股票呢？难道AIG公司的情况不同吗？艾略特·施

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

皮茨不是对两家公司都进行了调查吗？难道不该卖出下跌股票买入上涨股票吗？这听起来很有道理，但是我知道你买来弥补损失的股票可能也会下跌。永远不要因为一支股票下跌就将其出售。

当艾略特·施皮茨在2005年2月正式向AIG公司发出传票时，该公司的股票又一次暴跌，在4月几乎下跌了31%。比起2004年的10月份，好像什么也没变，当人们担心艾略特·施皮茨会作出新的决定时，我们仍然坚持持有AIG公司的股票。因为要实施其他更重要的投资组合策略，我们在2006年1月出售了AIG公司的股票，那时它从2005年的最低点反弹了42%，比事件开始的2004年10月14日净增了19%。我们不能保证在2004年10月14日买进其他股票也能获得19%的收益，AIG公司的股票在同期和标准·普尔500指数的表现相当。当我们出售AIG公司的股票时，马仕－麦克莱恩公司的股票仍然在下跌，并且比新闻公布的时候又下跌了3%，成为同类股票里表现最差的。对此，我感觉很得意。

当负面新闻公布时，你一定要仔细思考一下它们是否真实可靠，有可能它们只是谣传，很多时候记者都不知道他们自己到底在说什么，他们的报道经常会夸大事实，或者与事实相悖。大多数记者都不了解商业，有一些商业惯例很容易就被他们误解，然后被夸大，变成令人震惊的“新闻真相”。还有一小部分记者在不了解公司的核心产品的情况下，就进行了失实的报道。或者，记者从对公司不满的雇员那里听到了一些不公正的说法，在没有进行进一步调查的情况下就将这些说法公布于众。这些事情一直在发生！记者的新闻报道经常是存在错误的。

如果陷入困境的公司运转良好，公司股票价格可能会反弹，这为人们提供了一个很好的机会以相对高的价格将公司股票出售。另外，因为人们对股票的突然暴跌的抵抗力如此脆弱，所以任何正面新闻，不论多么苍白无力，都可能带动股票价格回升。

如果当时你很冷静，因为每个人都出售股票而你没有卖出股票（这对你很有好处），而且你理智地分析了一下股价突然下跌的原因，情况又会怎样呢？如果坏消息真的说明丹麦的经济形势已经十分糟糕了，核心商业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经被破坏了，那又将发生什么呢？你会急急忙忙采取措施减少损失，但这时你会变得盲目，对于现状感到无能为力。无论情况怎样变化，你都要采取多样性的投资组合策略，永远不要在一支股票上投入超出你的承受能力的资金。

如果那时你有一个结构良好的投资组合，每一支股票所占的比例都只有几个百分点，第二天，因为突然宣布的坏消息，一支股票暴跌，也许你仅仅损失了1%。如果你将注意力集中在整个投资组合上，就不会只盯着这1%的小小损失。在实际情况下，股票很难快速失去100%的价值，你的股票逐渐下跌10%～20%，但是对整体的投资组合影响微乎其微。即使一支股票出现暴跌的情况，对于一个结构合理的投资组合，影响也是很小的。从阴影里走出来吧，吸取教训，为下一次投资做好准备，继续前进。如果没有基本层面的东西发生改变，就继续投资，但是要始终保持警惕。

提醒你自己不是在收集价值飞增的股票，你不是股票收藏家。股票收藏家自信过度，只注意两支表现良好的股票，忘记了他们的整个投资组合表现怎样，更不要说风险管理了。你的目标绝不能是找到下一支热门股，供你在打扑克时向朋友们夸耀吹嘘，你应该根据实际情况，及时调整你的投资组合，尽量获得更好的回报，这才是你的投资意义所在。

注意了以上问题，你就能找到适合自己的投资策略，这个策略需要频繁使用投资三问。我希望你能做得更多，更好。我希望你能严守投资策略；我希望你能推动资本市场技术的发展；我希望你精通投资三问，经常使用它们；我希望你能面对市场的千变万化保持冷静、保持自我，将风险和损失减少到最低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结束语

10 战胜股市的唯一途径就是创新



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

读者朋友们，现在该同你们说“再见”了。在和你们道别之前，在帮助你们走上自己的投资之路之前，请允许我说一些私人的事情，解释一下我写这本书的原因，有些人也许把这个总结看做是导言。你可以说这是美国森林服务部的错。我从小就喜爱森林，我和父母住在郊区的一间小屋中，屋子的后栅栏紧挨着一片森林。小时候，我在栅栏上爬上爬下，钻进森林中玩耍。我搭便车只要20分钟就能到达金山，在海拔2000英尺（约600米）的红木林里玩耍。后来我进入了林务学校学习，因为我热爱树木。

一年夏天，联邦政府对美国森林服务部的全体林务员的工作调查使我下定决心，自己以后绝不会在任何情况下为政府工作。如今，林务业要么和美国联邦政府合作，要么和美国联邦政府对着干。那年夏天发生的事情使我明白，政府部门的工作是压抑枯燥的。我知道自己不想和美国联邦政府扯上任何关系。基于同样的原因，那时我也知道自己以后决不会从政，因为从政意味着服务于美国联邦政府，这个决定也许拯救了我的灵魂。我希望在我的一生中能做些更有意义的工作，但我不清楚自己接下来要做什么，我转到了经济专业，因为以前我在经济学方面表现还不错。

我仍然钟情于森林，尤其是红木林。实际上，学院赠给我的唯一一把椅子，我以我的名字命名，将它献给了红木森林环境协会，我感到非常骄傲。我立下了将自己的一生献给红木林的志向。我确定并挖掘出了30多棵生长在1920年前蒸汽时代的红木残骸，并将其收集分类，制成手工品。我还建立了我认为是世界上最大的、非学院式的森林历史图书馆，收藏了3000多册图书。但是我永远不会为美国联邦政府工作。作为严肃的爱好是可以的，但是分清哪些是工作、哪些只是纯粹兴趣是很重要的。

资本市场很有趣，研究资本市场也是我的工作。我希望投资三问能对你有所帮助，同时，我也希望你喜欢本书，从中学到一些知识。当我开始为《福布斯》专栏撰文的时候，吉姆·麦克尔斯——当时的《福布斯》编辑和美国商业记者圈的泰斗，告诉我专栏通常有三个作用：娱乐、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

教育和盈利。尽管股市投资本身很有趣，但它还是一件相当繁重的工作，从本书中应用的大量的数据分析你就能看出来。投资三问是帮助你了解自己如何才在投资中能做得更好的工具，但是你必须在实践中应用才能收到效果，没有别的什么书能帮你完成这一步。

从学校毕业后，我去为我的父亲工作。我从他那里学到了我能学的全部东西，包括我知道自己不是一名出色的员工，因此我独自开了一家公司。那时我太年轻，还没意识到自己还缺乏独当一面的能力。35年之后，我在股市中经历了很多挫折，但我仍然走在成功的路上。为什么在这么长的职业生涯中我一直在和股市苦苦地斗争？为什么在可以退休把余下的人生献给红木林、我的猫和我妻子的时候，我还要继续工作，与令人失望的现实世界打交道？为什么这些年我一直在《福布斯》专栏中作出面向公众的预测，被每个想要证明我错了、借机攻击我的人来检验我的预测的准确性？我在15年前就可以退休，获得一大笔退休金，可以用退休金来做其他的事情。但我为什么还要做上面提到的那些工作？

有几个原因。首先，我喜欢与股市较量。有些人喜欢攀登珠穆朗玛峰；有些人喜欢游泳横穿英吉利海峡；我不是运动员，你不会见到我戴着氧气面罩征服阿空加瓜山。所以我选择和股市较量，还有什么比这更刺激的呢？

其次，这是一个不断发现新事物、成就新业绩的过程。如今，在我看来，一个人活着最重要的就是不断去做新的事情。

在第五章和第九章，我详细地介绍了我的祖父的生平。他于1958年去世，一生见证了汽车、收音机、电影、抗生素、飞机等重大发明的问世。1880年他5岁的时候，如果他能向他的祖父伊萨克·费舍描述他在1958年的所见所闻，我这位祖父的祖父一定会以为我祖父疯了。我祖父的祖父肯定会对他的儿子菲利普·伊萨克·费舍说："菲利普，你究竟在做什么，竟然将这样疯狂的念头灌进我孙子的小脑袋？"但是我祖父的祖父错了。我祖父那一代人比其他任何时代的人见证了更多的日常生活的相对变化，处在大爆炸的临界点——通常被美国人低估了的非线性转变，现在被我们称为"美国的工业革命"。这是知识力量前所未有的释放，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中最有威力的就是资本力量。从我祖父的上一代人开始，每一代人的生活方式都几乎和他们的祖父辈类似。他们可能搬家，可能经历战争，可能从事不同的职业，但是日常生活的方式在我的祖父出生以前，变化得非常缓慢。

我的父亲菲利普 · A · 费舍生于1907年，同样见证了翻天覆地的变化，相比于我的祖父，我的父亲所处的时代生活方式的变化比较少，但是技术的发展非常迅速。我的父亲见证了喷气式飞机、集成电路的问世，并在2004年去世以前，看到了生物技术的萌芽。我们这一代人见证了技术的飞速发展，但是我们不能像父辈那样见到那样多的生活方式的变化了。我的3个儿子最大的35岁，最小的30岁，在他们看来这种变化很普通。是的，如今看来变化是很普通，但是这种变化仍然在不断发展着。几个世纪前很少有人想到这些情况会发生，除了一些超越时代的伟人，比如伊萨克 · 牛顿。我们生活在前所未有的时代，因为我们的社会每天都在进步、在发展。如果我们选择参与研究前人都想象不到的新事物，那么我们的后人会把这当做是理所当然的。

我把这个过程称为变化主义。普通人用他们发展的技术改造着自己工作的领域。牛顿超越了他那个时代的人们，他是杰出的变化主义者。工业革命将变化主义者推到世界各地，人类的想象力是没有止境的。

科学家、经济学者、商界领袖都是变化主义者。朱丽亚斯 · 罗森瓦德创建了西尔斯、洛巴可公司，改变了以后100年中人们对待零售业的态度，他是个变化主义者。卡内基是变化主义者，福特是变化主义者，亚当 · 斯密写成了《国富论》，他也是变化主义者。爱因斯坦当然也是变化主义者，还有很多科学家也都是变化主义者，不论他们是否著名。

更近一些的变化主义者，鲍勃 · 诺伊斯和高登 · 摩尔，英特尔公司的创建者，他们将科学和商业完美地结合在一起，创造了一个独特的世界。比尔 · 盖茨是当代杰出的变化主义者，他改变世界的方式是从一家豪不起眼的小公司开始，直至创立了一个庞大的软件帝国。查克 · 斯瓦博也是变化主义者。还可以列出更多的名字，几乎无穷无尽。但是你不必要求自己一定要成为一个变化主义者，你只要改变你自己的生活小世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界就可以了。

我们的生活，我们每天生活的方式，通过每一位变化主义者的努力已经基本改变了。有时我们并没有察觉到这种变化，因为我们看不到。当我把学院赠给我的椅子捐赠给红木森林环境协会的时候，部分是因为我热爱红木林，但是同样也因为这把椅子的原主人斯蒂夫 · 希莱特是一位变化主义者，他非常快地改变了我对于红木林的看法。他的思维不受约束，因此能以我们想象不到的方式解决问题，他从根本上改变了我对红木林和大型森林的看法。如果遇不到这位变化主义者，我就不会捐赠那把椅子。

在资本市场中，通过什么方式来学习和建立分析资本市场技术没有限制，哪怕这些技术从没有人能理解。你可以成为资本市场的变化主义者。200年前，你不能这么做，但今天可以。今天你可以挑战我们已有的知识、经验，为我们获得新的知识打开一道全新的门。投资三问就是基于这个目的而提出的，所以你读完本书，一定要把这三问牢牢记在心里，把自己锻炼成为一个变化主义者。

当我发展了“市销率”这一概念后，我试着成为变化主义者。当我在早期研究“低市值”（在这个概念出现之前），并向理论派的投资世界证明它如何符合传统经济学理论，如何符合马可维兹坦关于主要波动理想化的框架的变动和协变的规律时，我在试着成为变化主义者。但我不是牛顿，不是鲍勃·诺伊斯，以任何标准来衡量我都没有出众的天赋来洞察我不可能看到的事情，我不能成为一个伟大的变化主义者。

但我还是一直试图成为一位变化主义者，我一直这么做，因为在人类高度进化的今天，我们能做的最刺激、最有趣的事就是发展以前没有出现过的新事物，并破除过去的错误观点。我们可能会犯错误，但是我们一定会向前发展。你能和我做得一样好，或者比我出色。你能使一切变得大不相同。我知道你们中的大多数人做不到，因为他们不想去做。但是如果有几个人在年轻的时候突然产生了某个主意，或者愿意提出问题，试着改变某些金融和股市理论，就会给未来带来巨大的影响。

我一直向前迈步的最重要的原因，就是每天早晨醒来，我都会在我的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小世界里做一点全新的尝试或改变，也许在2007年，我会借助这些问题的帮助，提出另一个全新的、令人振奋的问题。或者由你做到这点。

是的，管理资产是一份有价值的工作，在现在的世界中，有一份好工作是至关重要的，因为很多人难以找到一份称心如意的工作。但是如果要我像霍普金斯医疗学校100年前的毕业生一样在救人，那么我声明这绝不是我的幻想。我不是资本市场里的特丽莎修女。没错，我公司的许多客户需要我们提供服务，让他们生活得体面富足，这是我的一项很重要的使命，我感到无比荣幸地为他们提供服务。但是，今天我的公司即使离开我，也一样能完成这样的目标。如果我退休了，公司会和现在一样继续正常运行，因为我们创建的公司可以做到这点。在生命的这个阶段仍然从事这样的工作，是为了乐趣，为了创新，为了不同，为了挑战。

我的工作还算成功。1995年中期，我公司的个人投资有非常高的净收益，截至2006年中期，除去各种交易费用，我公司的个人资产将增加到原来的231%。如果你不巧错过了全球股市的增长期，资产会增长到以前的131%。支付了所有费用之后，两者的年收益之差约为3.6%。这一成绩还是这些年中每年我们都会犯下很多错误的情况下获得的，我对这个结果还是满意的。

我挑选了历史上的10年，因为我有另外的可靠的10年公众数据可以供你比较，我每月在《福布斯》专栏上向公众推荐股票（我为《福布斯》写专栏文章已经22年了，但是直到10年前，他们才开始出版我的推荐结果）。你可以在附录二里看到这段历史，以及详细的方法论和公布细节。这不是资本管理，而是衡量我在《福布斯》专栏推荐的股票是否达到我预期的效果。

这些年里，按照我推荐的股票，每年的投资回报将比标准·普尔500指数高5个百分点，这已经相当高了。这其中包含了假设的经纪人佣金，但是没有包含其他的实际交易费用，比如买卖差价、摩擦费用或者资本管理费用。我在《福布斯》专栏中推荐的股票的表现比我的公司为客户选取的股票表现好已经有几年了。这并不能说明任何情况，大多数年份，我在《福布斯》专栏中推荐的股票要比我客户手中的投资组合少得多，在更小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型的、假设的投资组合中，不存在我建立实际投资组合时的风险，所以我客户股票的走势比起这个假设组合要平稳也是正常的。

我对自己的投资历史是很自豪的，它证明我所做的都是有效果的，并且可以使你相信我正在说的事情是真实的。但是对于投资来说，过去发生的事情只是历史。如果我想继续从事自己的工作，我就不能沉浸在过去的荣耀中。

下面来说说我继续这份工作的第三个原因。我热爱资本市场。在资本市场的环境下，所有人都有同样致富的机会。穷人可以变富，大部分富人并不是生来就富裕的。《福布斯》财富榜400人中的大多数，随着时间的推移就被淘汰了。比尔·盖茨出生在普通的中产阶级家庭，他年纪轻轻就成为这个世界上最富有的人，他捐赠的钱款数额也创了历史记录。

股市是纯粹的资本市场产物，你购买的股票没有人种、性别、年龄、国籍的差别。价格只由供求关系决定，其他因素不起作用。价格是全球化的、高效的、易变的、带给人惊喜的、原始又美丽的。在许多方面，我和市场有着非常强烈的爱恨联系。

通过写作本书，我明确告诉你：股市不可预测，但可以战胜。现在你应该做什么？我希望你马上开始学习，最好比其他人学得都快。我已经反复说过，除非你知道其他人不知道的情况，否则你不可能在股市中下赌注，并赢得长线利润。我并没有告诉你一些我知道的有趣的分析障眼法，这可能会使你大吃一惊。它们是我对股市应用科学方法分析而得到的。我告诉你的所有方法有一天会消失，也许就在不久以后，这一天总会到来的。但是提问会一直继续的，唯一能帮助你或者我击败股市的方法就是创新。

也许你觉得我所说的都是错的，或者有一部分是错的，没关系，你可以认为我是错的。但是我不希望你只是想当然地认为我是错的，我希望你能证明我错了。如果你不相信我所说的，那么至少要用理论证明我错了。说明我犯了认知错误，科学地洞察一些我忽略的事情，然后写信告诉我。我真诚地希望你对本书中的所有内容都持怀疑态度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不希望你只是认为我错了，却不去证明，那对你没有任何好处，只不过是在浪费时间罢了。如果你认为我错了，并能利用数据圆满地加以证明，你就没有伤害到任何人，事实上，你恰好帮助了你自己。也许你会发现一种全新的方式来戏弄股市，我将为此向你致敬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录一

费舍投资全球总回报率

费舍投资财务年份	净年回报率	标准·普尔 500 指数回报率	摩根斯坦利资本国际世界指数回报率
1996	28.6%	26.0%	18.4%
1997	33.6%	34.7%	22.3%
1998	21.4%	30.4%	17.0%
1999	17.2%	22.8%	15.7%
2000	15.6%	7.2%	12.2%
2001	−10.2%	−14.8%	−20.3%
2002	−5.7%	−18.0%	−15.2%
2003	−7.3%	0.3%	−2.4%
2004	20.5%	19.1%	24.0%
2005	5.3%	6.3%	10.1%
2006	17.7%	8.6%	16.9%
年度回报率（截至 2006 年 6 月 30 日）			
1 年	17.7%	8.6%	16.9%
3 年	14.3%	11.2%	16.9%
5 年	5.5%	2.5%	5.7%
7 年	4.4%	0.5%	2.4%
10 年	9.9%	8.3%	6.9%
自 1995 年 1 月 1 日始	11.5%	9.8%	7.9%

费舍投资私人客户集团制作并发布了这份报告，符合全球投资表现标准（GIPS）。从 1995 年 1 月 1 日到 2005 年 12 月 31 日，其复合指数均为独立核对。

上表中给出的复合回报率，为了方便说明，是按照财务年份来计算的（年末是 6 月 30 日）。年度投资回报率的数据是从 1995 年 1 月 1 日开始，到 2006 年 6 月 30 日截止。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1.费舍投资（FI）是在美国证券交易委员会注册的投资顾问公司。FI通过两个商业单位——FIIG费舍投资公司集团和FIPCG费舍投资私人客户集团——管理的资金超过310亿美元。FIPCG为所有FI管理的私人账户提供服务。

2.以上从1995年1月1日到2006年6月30日这段时期的结果符合GIPS标准。

3.复合指数在1995年12月31日之前，包括了FIIG的委托账户。自1995年12月31日开始，复合指数包括了在全球总回报率策略管理下的FIPCG账户。

4.表中给出的账户个数、美元价值（单位：百万美元）和公司资产的比例由每年年末的综合指数给出，分别为：1995年，1，2美元，1.2%；1996年，116，75美元，33%；1997年，461，314美元，60%；1998年，1078，1026美元，79%；1999年，2148，2397美元，85%；2000年，3845，3488美元，88%；2001年，6801，5999美元，93%；2002年，10973，7665美元，88%；2003年，13796，11514美元，89%；2004年，16265，14059美元，88%；2005年，16795，14947美元，85%。

5.全球总回报率综合指数由符合全球总回报率策略的账户组成。这个广泛的委托策略通过主要在国内外的普通股票市场进行投资来获取资本增值。有时，公司也会投资固定收入证券、货币市场工具以及其他股权类型证券，同时还会利用对冲工具，比如短期股权和期权权证交易。

6.摩根斯坦利资本国际（MSCI）世界指数被选为该综合指数的基准指数。MSCI世界指数是未经处理的、资本加权股票指数，衡量在23个发达国家中选定的股票表现，并且其中数据为支付了红利税之后的净值。

7.价值和回报率的计算和展示都以美元进行。

8.这个复合指数的表现由实践加权回报率决定，其中的价值至少以月份为基础衡量，并且和周期回报率相联系。价值都是在交易日计算的。回报反应了将分红、版权、利率和其他收入再投资的情况。

9.表现结果反映了咨询费用、经纪佣金或其他费用，以及向客户账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户收取的所有费用。

10.在2001年和2002年，根据全球总回报率策略建立的合理投资组合包含小比例的指数认沽期权。这一部分主要是在熊市中，用来降低基准点风险。这一策略同样利用了股市中立策略，固定收入和（或）现金也用来降低风险，在股市将发生预期跌落时起作用。

11.费舍投资私人客户集团标准流通级费表是：100万美元以下收取1.25%的费用；100万～500万美元收取1.125%的费用；500万美元以上收取1%的费用。如果FI开立了一个50万美元的账户，根据前表，每年需交纳1.5%的费用。

12.年回报分布由投资组合回报费用的资产加权标准差衡量，复合指数中各年份的分布如下：1995年，无；1996年，7%；1997年，3.5%；1998年，5%；1999年，5%；2000年，2.8%；2001年，1.7%；2002年，1.7%；2003年，2%；2004年，1.3%；2005年，1.3%。

13.从1995年1月1日开始，每年回报率用MSCI世界指数测量如下：1995年，毛利39.3%，净利38.3%，MSCI年回报率20.7%；1996年，毛利21.6%，净利20.2%，MSCI年回报率13.5%；1997年，毛利24.7%，净利22.8%，MSCI年回报率15.5%；1998年，毛利29.1%，净利27.7%，MSCI年回报率24.3%；1999年，毛利26%，净利24.7%，MSCI年回报率24.9%；2000年，毛利−7.4%，净利−8.5%，MSCI年回报率−13.2%；2001年，毛利4.4%，净利3.2%，MSCI年回报率−16.8%；2002年，毛利−23.1%，净利−24.15，MSCI年回报率−19.9%；2003年，毛利35.5%，净利33.8%，MSCI年回报率33.15；2004年，毛利9.7%，净利8.3%，MSCI年回报率14.7%；2005年，毛利8.8%，净利7.5%，MSCI年回报率9.5%。

14.过去的表现并不能保证未来收益；投资债券包含风险。其他的方法也许会造成不一样的结果，对于个人投资组合的结果可能随时间不同而有差别，具体要看股市状况和投资组合的构成。

15.给出FI复合指数、表现结果和计算发布回报率的依据的完整表格，可联系FI公司索取。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录二

《福布斯》报道卡片的10年历史

年份	肯·费舍在《福布斯》上挑选的股票	标准·普尔500价格指数
1996	13.9%	12.1%
1997	23.0%	33.0%
1998	14.9%	14.9%
1999	20.5%	11.5%
2000	0.0%	−10.0%
2001	−2.5%	−11.4%
2002	−6.0%	−3.0%
2003	31.6%	17.6%
2004	12.6%	7.6%
2005	14.3%	3.4%
10年的平均回报率	11.7%	6.8%

这是《福布斯》杂志对肯·费舍在其专栏里挑选的股票的第三方统计。

从1996年起，每年《福布斯》都为它的每个专栏作家的证券推荐修正和发表前一年的反馈，这称作专栏作家的“报道卡片”。卡片中的数据直接来自每年的《福布斯》杂志，它们基于日历年份独自地计算出来。《福布斯》所运用的方法是假设其读者购买每支推荐股票1万美元，并立即抽取1%的假定佣金，将其与把1万美元在同样的日期放入标准·普尔500指数化证券投资基金（没有假定的佣金和其他的费用）相比较。例如，在2004年一年中肯·费舍在《福布斯》中推荐了51支股票。如果每支股票被注入1万美元，投资总额将会达到51万美元，2004年年终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际达57.4万美元，比预计多出12.7%。在标准·普尔500指数中同样数量没有假定佣金的投资资金达到总计54.8万美元，2004年底有7.6%的回报。运用这种方法，肯·费舍在《福布斯》中推荐的股票在1998年盯紧标准·普尔500指数，使其在1997年和2002年滞后并在其他年份将其击败，1996～2005以每年平均4.9%的总体优势将其击败。

这并不是肯·费舍投资项目的实际投资组合经营的结果，也不是资金管理所运用的始终如一的GIPS实施标准。这些结果也不包括运用在专业资金管理的管理费用的效果。这个方法中并没有考虑投标/咨询的交易费用以及实际资金管理可能降低收益的摩擦。肯·费舍在《福布斯》中所推荐的股票并不是肯·费舍投资项目客户所持有的股票，两者是由于法律的原因而进行了有意的区分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录三

股票投资常用术语

增值 公司价值的增长，一般由每股盈利反映。

美国存托凭证（ADR） 为外国公司的股份出具的收据，用美元支付并按对美元的汇率进行交易。美国企业在ADR交易不需要将美元换成别国货币。

年均投资回报指数 也称几何平均值或中值。除了数学里平均值（或中值）的含义，年均投资回报指数被用来计算年投资回报收益。用1加上每年的回报率，将结果相乘，得到的积开n次方（n就是计算时间段的年数），再减1，最终的结果就是年均投资回报指数。

看跌者 对于未来的投资回报持悲观态度的投资者。尽管多指投资股市的人，但是这个称谓可被用于各类投资者。畏惧股市的投资者就被称为是倾向于看跌股票的看跌者。一些投资者并不是完全的看跌者，他们常倾向于看好回报低但风险少的股票。

贝塔系数 量度一支股票或证券的相对波动指数。举个例子，如果标准·普尔500指数的贝塔系数为1，某支股票的贝塔系数大于1就意味着股票的波动性比股市的波动性大，贝塔系数小于1的股票则比股市更稳定。贝塔系数也可用于衡量同类股票证券之间的相对波动性。

买方叫价 又称要约价格，是卖方愿意接受的证券价格。参见“买方出价”。

买方出价 买方愿意买入一支股票的价格。参见“买方叫价”。

买卖差价 买方叫价和买方出价的差额。

蓝筹 规模庞大、遍布国内、效益稳定并有长期业绩追踪报告的公司所销售的高质量、广为人用的产品和提供的服务。这类公司如通用电气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(GM)、IBM、埃克森·美孚等。

市场泡沫 通常指频繁滥用关于某支升值股票的价格信息，真正的市场泡沫并不多见。市场泡沫，以特定行业股票和商品的市场形成之初的价格急速上涨和接下来的急剧下跌为标志（比如1980年的能源投资热和2000年的科技投资热）。

熊市 全盘下跌超过20%的股市。注意不要和“回落”混淆。

牛市 一段时间的股票大盘整体走高、总回报率为正值的股市。在股市的历史上有70%的时间处于牛市。

认购期权 拥有在指定日期以指定价格购入一支股票（或债券、商品）的权利，立权方将这种权利卖给买家。

资本收益 证券、债券、商品或其他投资的价值增值。

资本收益所得税 资本收益应缴纳的税款。

账面现行交易 投资者以低利率贷出以某一货币支付的款项，同时又以高利率买入另一国货币的短期债券。只要高收益货币不贬值，两者的差额就是利润。

现金流 对于投资者来说，由股息、利息、票息取得或通过卖出股票、债券、商品得到的现金都属于此范畴。根据税费调整的原则，产生现金流的各种形式是平等的。

中央银行 每个国家负责制定货币政策、印制货币、管理储备金和控制通货膨胀的机构。在美国，中央银行就是联邦储备体系，也被称为美联储。

存款证 由银行发行的债务文书，按由市场决定的固定比率支付利息。投资者将钱存入银行一段固定的时期后，银行按固定利率支付给投资者利息作为回报。期限从几周到几年不等。

商品 在市场里大量交易的货物，比如金属、农作物和食品。其他投资手段通过商品交换进行，比如某些期权和期货。

消费物价指数（CPI） 由劳动力统计部（BLS）发布，这一指数是广泛应用的用于衡量通货膨胀水平的指标。它可以衡量消费类商品和服务的相对价格水平变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另类投资人 坚信最有可能获得收益的做法是投资与统计数据看好的项目相反的冷门的投资者。

回落 一个较长时期的牛市中，短时间内股票价格的急剧下跌，通常由投资者的悲观看法或不久被证实不会发生的股票下跌预测导致。回落相比较熊市，其强度小，持续时间短。熊市中则有短期的剧烈正向回落。

相关系数 取值在 −1 到 1 的统计系数，反映两个变量变动的相似性。相关系数越趋向于 1 说明两个变量的变化强度和方向越相似；反之意味着两个变量往相反的方向变化。相关性为 0 说明两个变量的变化不具有相似性。

备兑认购权证 备兑认购将买入“书面的”期权与长期股票投资持有量相联系。除了损失期费，其他的损失可能性很低。这使得备兑认购成为与无担保出售相同的证券。

周期性股票 对商业周期敏感、随股市起伏变化大的股票。有弹性需求的地方需要这种股票。

增长股票 市盈率高于大盘平均水平的股票。因为增长股票的市盈率较高（税后），其收益价格比（即盈利收益，或市盈率的倒数）就较低，通过发行股票募集资金的成本也较低。

防御性股票 被认为在经济下跌时也很稳定，同时能削弱熊市影响的股票。有无弹性需求的地方需要这种股票。

高市值股票 反映一家公司的总市值的相对规模的股票。习惯上将市场限额高于100亿或200亿美元的发行公司发行的股票称为高市值股票。但是，用资本大市场的美元加权平均值来定义更具指导意义，高市值股票的发行公司总市值高于这个平均值。

日交易 交易者希望抓住短期走势而进行的交易活动。日交易者在几小时、几周或几个月内买进售出同一证券。

债务股本比 一个表明机构债务与其股东权益关系的比值。是企业衡量资本结构的合理性的一项指标。同时也被借贷公司采用，决定他们愿意对个人或公司借出的资本数量。

减损项 减低公司市值的项目，一般由每股盈利反映。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贴现率 银行成员直接向联邦储备银行借贷收取的费率，它由美联储直接操控。

通货紧缩 平均物价水平的下跌，一般由过度收缩货币供应造成。可能导致经济需求的减少和失业率升高。不要和反通货膨胀混淆。

反通货膨胀 平均物价水平增长减缓的现象，可以认为是通货膨胀速度放缓，不要和通货紧缩混淆。

股息 在公司的现时收入或保留盈余中支付给股东的需要交税的收入，通常以现金或股份的形式按季度发放。

每股盈利 一家公司的总盈利除以已发行的股票总数所得的结果。

道·琼斯工业平均指数 美国股市的30支蓝筹股的价格加权指数，通常被简称为“道氏指数”。

盈利价格比(E/P) 一个公司的每股盈利与股票价格的比值，又称为盈利收益。是市盈率的倒数。

盈利收益 这个值用利率来表示，通过它可以很容易地比较股票相对价值和现行债券利率及借贷成本的大小。参见“盈利价格比”。

有效股市 能快速有效地将所有公开信息定价的股市，这就是根据已知信息进行交易的收益不会超出回报的原因。

弹性需求 对经济周期敏感，随经济状况增加或缩减的对货物和服务的需求。例如对昂贵的技术和无条件消费商品的需求一般是弹性的。

额外回报 收益率高于公布的回报率指数的那部分回报收益。

交易型开放式指数基金 又称交易所指数基金。追踪特定指数、股本类别或其他类别资产的证券，但是像单支股票那样进行交易。

开支比率 一般以百分比的形式表示，总基金资产中用于支付管理基金全部费用支出的数额。包括来自客户和交易的管理费用、税费和其他运作费用。开支比率降低了投资者能获得的总回报收益。

联邦基金利率 银行之间因为向联邦基金借贷而相互收取的费率，也由美联储操控。

公开市场委员会（FOMC） 由12个成员组成的委员会，负责为联邦储备体系制定信贷和利率政策。他们通过买卖政府证券来影响利率，从而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直接确定贴现率和联邦基金利率。他们在主席的领导下一年碰头八次，现任主席是本·伯南克。

联邦储备委员会 由美国总统指定内阁成员中的7人在这个委员会工作14年，他们为FOMC服务，协助制定货币政策。

联邦储备体系 美国中央银行体系，负责调控资金和信贷流向。一般被称为美联储。

预先交易 根据即将公开的信息进行的交易，希望在消息散播后获得短期的价格上涨。属于内幕交易，在法律上是不允许的。

基本面分析 股市分析的一种方法，只关注公司的财政、债务、管理、运转等基本层面的问题，来决定未来的股票价值。

格拉斯－斯蒂高尔法案 为了应对1929年的股市崩盘，由卡特尔·格拉斯和亨利·B·斯蒂高尔议员提议并通过的一系列法案。伴随着其他的改革，这个法案规定了储蓄存款的最高利率，建立了旨在当银行破产时保护存款的美国联邦保险公司（FDIC），有效地将银行业和经纪业分离，从而禁止银行提供投资、商业和保险服务。1999年，克林顿总统签署《格莱姆－里奇布莱力法案》(即《金融服务现代化法案》)，废除了《格拉斯－斯蒂高尔法案》

格莱姆－里奇布莱力法案 为了应对花旗银行（一家老牌银行）和旅行者集团（一家保险公司）的大合并于1999年通过的法案。它的最重要意义在于，废除了大萧条时代的《格拉斯－斯蒂高尔法案》，允许银行、证券公司和保险公司之间进行竞争，建成了一体化的金融领域。

金本位制 将货币价值与黄金的一定重量相联系的货币体系。签订的1944年《布雷顿森林协定》确立了国际金本位制。1971年美国废除了金本位制，《布雷顿森林协定》失效。

国内生产总值（GDP） 在一定时间内，一个国家生产的所有商品、提供的所有服务的货币价值。在美国，GDP的增长是广泛使用的衡量总体经济发展水平的指标。

对冲基金 一般未调节的投资管理组合，可能投资到高风险或不能变现的项目，也包括期权，包含的资金有可能不能变现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认知偏见 在金融活动中，投资者在仅根据传统观点而没有事实支持的情况下，相信某件事情或做法是正确的思想倾向。

过度自信 一种导致投资者高估自己的技术或知识的认知错误，它使得投资者频繁交易，进行日交易，或者过分看重自己选择的热门股。

事后认知偏见 投资者夸大了他们预见准确性的认知上的错误，高估了他们获得的初始信息的质量，忘记了同时存在的错误。

通货膨胀 平均物价指数增长的比率。不同的指数使用不同的商品和服务来计算平均物价。常用的指数是消费物价指数。

恶性通货膨胀 平均物价水平急速增长的通货膨胀，一般由货币供应过度造成。

不能变现 不能快速转换为现金的项目。

个人养老账户（IRA） 任何雇员（或雇员配偶）都能开户并能存入资金的养老账户。账户中的资产是税费顺延的，并随着时间的推移通过账户持有者调整毛收入有可能减少税费。在美国，59岁半之前的人分配主要是养老金；59岁半以后的人分配要根据开户者的收入等级征税。

无弹性需求 无论经济状态好坏，消费者对货物和服务的需求量一定。比如消费者对药物和有些日常消费必需品的需求就是无弹性的，因为消费者不会因为经济宽裕就多买些，也不会因为经济拮据就少买些。

首次公开招股发行 私营公司的股票首次对公众出售。在首次公开招股发行过程中，私营公司变成“面向大众的”。

内幕人士 任何可以得到一家公司非公开材料的人，可能是高级职员、主管或他们的直系亲属。法律严禁内幕人士根据内幕消息进行交易。

内幕交易 不公开进行的交易，在法律上属犯罪行为。进行内幕交易并不需要有人是内幕人士。

自由不干预理论 来自于法语，“不加以干涉”的意思。指的是政府应把对企业的干涉降至最低，以使企业实现最快增长。

保证金 以证券做抵押的借贷款项。

总市值 根据一个公司的所有已发行的股票计算得到的公司价值，其计算公式为：总市值＝当前股票价格×全部已发行股票数额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势性投资 根据股票价格形态能反映未来结果这一观点而进行的交易策略，目的是尝试抓住短期价格的走向。

货币政策 国家的中央银行为了调整货币供应和增值、信贷状况和利率采取的措施。

指数基金 与市场指数变化相同的共同基金。

共同基金 投资公司根据详细的基金创建计划书投资的一系列证券。投资者并不拥有其中的投资，但是他们可以购买基金的股份。

非溢价基金 并不收取预付佣金的共同基金。但是有些非溢价基金仍然收取 12b–1 费用。

12b–1 费用 共同基金开支比率的一部分，用来支付基金的市场推广和派发成本。它会减少投资者的总回报。

短视损失 导致投资者做出避免短线投资损失的认知错误行为，通常会减少长线收益。

无担保出售权证 卖方并没有短期投资持有量的期权出售。损失的可能性限于期费。是与备兑认购权证相同的证券。

股市指数 代表组成股市的公司的加权平均水平，将资本类别、国家或市场各自作为一个整体来计算，比如标准·普尔500指数、东政指数、纳斯达克指数。

纳斯达克100指数 跟踪100种最大、交易最活跃的非金融类国内外在纳斯达克股票市场上市的证券业绩表现的修正资本权系数。

纳斯达克综合指数 简称为纳斯达克。跟踪所有在纳斯达克股票市场上市的证券业绩表现的资本权系数。尽管大多数上市公司的业务与技术相联系，纳斯达克指数覆盖的领域还包括金融、生化、工业、消费和科技企业。

纳斯达克股市 国家证券经济商协会自动报价系统（NASDAQ）股市，是一个全电子化的股票市场，上市公司涵盖国内和国际的金融、生化、工业、消费和科技领域的企业。

纽约股票交易所综合指数 跟踪所有在纽约股票交易所（NYSE）上市的普通股的业绩表现的资本权系数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机会成本 放弃较好回报的一项投资，选择了另一项投资的回报差别。

惯例优先 一种导致投资者因为社会惯例而非其他原因坚持某种原则的认知错误。比如，惯例优先使专家们在每年的1月而不是4月做年度预测。它也使投资者专注个股或类别的表现，而不关注其投资组合。

正向盈利曲线 短期利率低于长期利率的盈利曲线。正向盈利曲线，代表良好的信贷环境。

市盈率（P/E） 公司的每股价格和每股盈利的比值，是最常用的股票评价比率。

市销率（PSR） 公司的每股价格与每股销售收入的比率。

公开说明书 与共同基金或年金一起，详述投资目标、管理历史、花销、费用等投资细节的法律文书。

认沽期权 以指定价格在指定日期购入股票（也可以是基金或者商品）的权利。期权认沽方将这种权利出售。如果买家行使权利，将股票出售，认沽方必须买入。

随机游走 股票价格的走势是随机的、不可预测的理论，不能根据过去的价格走势预测未来的趋势。

经济衰退 经济周期中的下跌时期，通常意味着经济增长缓慢或GDP出现负增长。

资产回报率（ROA） 纯收入与总资产的比值。

股本回报率（ROE） 纯收入与股本（净值）的比值。

拉塞尔2000指数 跟踪反映拉塞尔3000指数里规模最小（根据公司的总市值）的2000家美国公司发行的股票业绩的资本权指数。

拉塞尔3000指数 跟踪反映美国股票里3000家规模最大、流动资产最多的公司发行股票业绩的资本权指数。

标准·普尔500综合股价指数 跟踪反映标准·普尔500指数里的500支股票表现的资本权指数。根据流动资产、市场限额（比如高市值股票）和行业选取。虽然这500家公司不是美国最大的，但它们是最常被提起的。

卖空 投资者抱着以更低的价格再买回的目的卖出借入的证券。投资者的卖出借入证券的价格与买回价格的差额就是利润。可以对个人证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或指数进行卖空操作。

短期债券溢价 由国家中央银行垄断制定的利率。不要与短期利率混淆。

短期利率 在较短的期限内，由市场自由决定的利率（比如3个月期限的短期国库券的利率就是短期利率）。

低市值公司 习惯上认为市场限额低于100亿或200亿美元的公司就是低市值公司。

标准差 由平均值计算出的正向波动与负向波动之间的偏差。在投资中，标准差被用来衡量波动风险（比如一支股票的标准差极大，那么它非常容易波动）。

止损 当股价到达了某价格时，股票经纪人发出出售该股票的指令以避免损失。

供应方经济 由阿特 · 拉佛、朱迪 · 万尼斯基和罗纳德 · 里根倡导（被他们的反对者嘲笑为“巫毒”经济），是宏观经济学中关注供求方程中供应方的理论，认为供给创造了需求。供应方经济支持者认为较低的收入税率会增加经济活力，因此收入税收也会增长。

税费递延 通过诸如个人养老账户、401(k)以及其他养老账户的媒介，依法推迟上交收入税。

损失税费出售 在年末卖出下跌股票来抵消一部分这一年的实际收入税，从而减少税费负债总额。税费损失也被用来降低将来可能的收入税。

技术分析 仅使用图标或其他工具分析股票的历史价格来预测它的走向，不考虑股票或股市本身。

最终价值 在投资者的投资期末资产的预计价值。

投资期 投资者的资金在投资项目上的停留时间。对于大多数投资者来说，终其一生都是投资期。

总回报 一笔资产的全部回报率，包括资金收益、股息红利、利息以及在这段时期内持股公司派发的资金和物品。

债券 一种债务投资。投资者通过购买债券把钱借给发行公司，收取固定的利息作为回报。但债券到期后，投资者会收回投入资金。市政债

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券是免收联邦税的，如果你住在发行债券的市政地区，还可以免交一些州和本地征收的税款。美国国库券是免除各州征收的税款的。

国库券 期限为10～30年的债务证券。

债券基金 以债券为主要投资的一种共同基金。

长期债券 通常指发行期限在10年及10年以上的债券。

短期债券 发行期限少于1年的债务证券。

政府票据 期限为1～7年的债务证券。

承销 承销是对风险的预估。在保险业，承销员即保险商预测评估风险，然后确定投保人应该为某一具体保险项目向保险公司支付多少保险金。在投资业，承销员评估买入新的证券的风险，以求能通过再次向公众售卖获利。

未实现收益 未套现资产的增值。

未实现损失 未套现资产的贬值。

价值股 市盈率低于平均水平的股票。因为该股票的市盈率（税后）低，它的盈利收益就较高（市盈率的倒数，即盈利收益）。当借贷成本低于盈利收益，上市公司通常倾向于通过借贷而非发行股票的方式来募集扩展资金。

波动性 通常被认为是衡量股市风险的参数。可以从统计两种证券之间、一种证券和股市之间、两支同类股票等的回报收入差值来表示。波动性大意味着投资回报率的起伏大，即风险较大。

威尔西尔5000指数 跟踪反映超过6500支美国股票业绩的资本权系数，它包括了纽约证券交易所所有的上市公司股票以及纳斯达克和美国股票交易所（Amex）的大部分股票。

收益率 又称利息率。表示每年的分红收益或者投资回报的利息收入。

收益曲线 根据统计不同款项的利率绘制而成的曲线。一般来说，短期借款利率较低，而长期借款利率较高，正向的曲线向右上方倾斜。负向的收益曲线意味着短期借款利率高于长期借款利率，曲线将向右下方倾斜。当利率大概处于同一水平线上时，曲线是平的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鸣 谢 ACKNOWLEDGMENTS

这本书要归功于我和著作经纪人杰弗·赫曼的交往和相互影响。好多年来我一直没有写书，杰弗非常希望我能写一本。我有过这个想法，但是不想把过多的时间和精力花在这样一个艰巨的任务上。之前我已经写过3本书，我明白写作的艰难，但是杰弗一直尝试说服我，他说他会帮我卖书，出版社乐意接收我的书，其他人也会帮我，他给了我很大的鼓励。如果你正酝酿写一本书，我建议你读一下他的书，例如他的《完美著作建议系列》、《10个畅销原因》、《给图书出版商、编辑、著作经纪人的指南》等。他的确是一个不错的著作经纪人。

接着，我和劳拉·霍夫曼和珍妮弗·周两人进行了合作。劳拉过去是我公司里的客户部投资顾问，她为100多位业界要员提供建议，而且她有写作背景。珍妮弗在我公司的研究部门为我和安德鲁·特菲做了7年的资本市场研究工作。随后我们商量了分工问题，最后决定由珍妮弗负责数据、视图搜集以及资料核实，劳拉草拟文字。经过一段时间的探讨，我们制定了条目清晰的大纲，劳拉开始起草，珍妮弗开始整理数据，然后由我编订和修改。每次编订后，都由劳拉再审核一遍，由她来修改我的版本，这样我们又有一个重新检查文章的机会。

但是数据整理任务非常艰巨。本书写作过程中要用到大量的数据和视表。公司里的研究部门为此帮了很多忙。吉尔·希区柯克是研究组副组长，他分配给老员工伊丽莎白·安娜珊一个任务，由她监督小组成员，来帮助珍妮弗核实数据和资料。最终，核实过的数据和资料远超过了本书的最后使用量。感谢杰拉德·布瑞纳，马克·克里斯丁，杰森·道瑞尔，约翰·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赫则，格莱格·米拉蒙特，大卫·沃兹和洛兹·查林帕，非常感谢他们的工作，要是没有他们，我就无法把那么多的素材结合起来。事实上，他们还设计了一个交叉核对程序，使信息更为全面准确。还要特别感谢大卫·沃兹，当我被这本书最后的视图整理工作搞得焦头烂额时，大卫·沃兹分担了我的许多工作。

说起数据，我不能不感谢以下几位数据提供者：布莱·泰勒全球金融数据，汤姆森金融数据库，标准·普尔500指数数据库，布鲁伯格以及艾伯森分析机构。如果没有这些数据机构对我投资公司所做的贡献，无论是这本书的写作，还是这几年来我们在市场中建立领导地位所做的工作都无法进行。市场数据的质量逐年提高，范围逐年扩大，这才使我们能继续开拓工作范围、创新资本市场技术。还有，我必须感谢的是《福布斯》杂志——得到它2006年再版的许可，书中使用了我曾经为它写过的4篇专栏文章。因此，当我在书中使用这些文章时，它们的所有权是属于《福布斯》杂志的。

本书的完整版本首次形成时，我邀请很多人来评论其中的部分内容。其中有梅尔·斯达特曼，他是圣塔克莱拉大学的格伦·卡莱米克经济学教授，梅尔与我有着22年的交往经历，有着深厚的友谊，我们曾在很长一段时间内共同研究行为经济学，并共同发表过一些学术研究论文。他和我是两种不同类型的人，他是学院派，我是实践者。我们时而达成共识，时而各持己见，也许这种互补性使我们的合作颇有成效。但是这次我们没有合作，因为梅尔很清楚本书的内容不是他的研究领域。这本书的冗长、犀利、直截了当都是梅尔不能赞同的风格。不过这是我的书，不是梅尔的。尽管我们在许多方面存在分歧，但我们仍然是朋友，而且当我在很多地方把他的批评融入我的主观断言时，这本书得到了很大的改善。

对于与杰弗·斯尔克、安德鲁·特菲尔之间的交往，我一直感到很荣幸。从1983年起，我就与杰弗共事，他是费舍咨询公司的副主席，再加上安德鲁·特菲尔，我们三个人经常一起商讨制定公司的投资组合决策。

安德鲁是我公司的三个主要合作主席之一，他要处理来自各个副组长呈送的850多份员工报告。他在我的公司工作了10年，他是公司年轻员工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中头脑最灵活的一位，与他一起工作是非常愉快的事。同时，杰弗和安德鲁也给了我很大的帮助，尤其是杰弗，他对第五章的修改工作提出了很多有益的建议。公司的机构运行主管杰斯汀·阿博克尔，也提出了不少意见，改变了书中很多地方的措辞风格。

格罗夫·维克山姆在修改草稿上做出了很大努力。在飞机上，在家里，在伦敦，在加拿大，在加州旧金山湾区，无论在哪里他都在编辑——从提出各种奇思妙想一直到审稿，他出色地完成了自己的任务。他的职业背景是证券律师，并且曾经担任洛杉矶证券交易委员会的会长。作为一个实践者，他编撰过很多企划书，相比较而言，他更喜欢做企划书。同时，他还是一家投资咨询公司的老板、普瑞斯马基金会的主席。我非常感谢他为这本书所做的工作。

当然，我非常感谢我的朋友吉姆·克蓝玛为我写了精彩的前言。感谢其他给我鼓励和帮助的人，包括皮尔森·克莱尔和汤姆斯·格鲁纳。得益于汤姆森在德国开办的颇有名气的货币管理公司，我的书能立即获准被翻译成德语并在德国发行。

最终，在上交原稿之前，每个章节都作了五次完整的编辑，其中三个章节还进行了第六次的修编。我由衷地感谢劳拉和珍妮弗的辛勤工作，她们为本书的整体布局、数据整理、原稿设计做出了很多贡献。——我的指纹遍布全书，所有的错误和缺陷也都是我造成的。

我在写书中投入的时间也是我欠36岁的妻子的时间，感谢她一直以来对我的宽容、奉献以及关爱。最后我承认，没有父亲菲利普·A·费舍对我的培养，我不会在年轻时就涉足投资这一领域。他在1928年21岁时就从事投资工作直至2004年96岁去世。我希望他能看到这本书，谨以此书作为对他的纪念。

肯·费舍